

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS - CCJE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

THIAGO SALLES DA SILVEIRA

**A GRANDE DEPRESSÃO E A POLÍTICA FISCAL ANTICÍCLICA NA TEORIA
KEYNESIANA**

**VITÓRIA
2017**

THIAGO SALLES DA SILVEIRA

**A GRANDE DEPRESSÃO E A POLÍTICA FISCAL ANTICÍCLICA NA TEORIA
KEYNESIANA**

Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Espírito Santo como requisito para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Rogério Arthmar

VITÓRIA

2017

Dados Internacionais de Catalogação-na-publicação (CIP)
(Biblioteca Central da Universidade Federal do Espírito Santo, ES, Brasil)

Silveira, Thiago Salles da, 1987-

S587g A grande depressão e a política fiscal anticíclica na teoria
Keynesiana / Thiago Salles da Silveira. – 2017.

104 f. : il.

Orientador: Rogério Arthmar.

Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade
Federal do Espírito Santo, Centro de Ciências Jurídicas e
Econômicas.

1. Crise econômica - 1929. 2. Padrão-ouro. 3. Multiplicador
(Economia). 4. Política tributária. I. Arthmar, Rogério. II.
Universidade Federal do Espírito Santo. Centro de Ciências
Jurídicas e Econômicas. III. Título.

CDU: 330

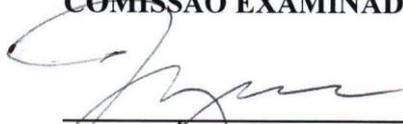
THIAGO SALLES DA SILVEIRA

**A GRANDE DEPRESSÃO E A POLÍTICA FISCAL ANTICÍCLICA NA TEORIA
KEYNESIANA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Economia da Universidade Federal do Espírito Santo como requisito para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Vitória, 05 de junho de 2017.

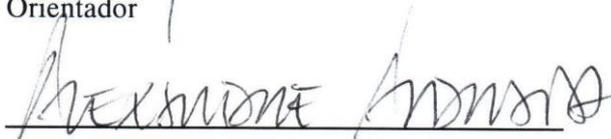
COMISSAO EXAMINADORA



Prof. Dr. Rogério Arthmar

Universidade Federal do Espírito

Orientador



Prof. Dr. Alexandre Ottoni Teatini Salles

Universidade Federal do Espírito Santo



Prof. Dr. Alexandre Flávio Silva Andrada

Universidade de Brasília - UnB

Dedico aos meus pais com carinho.

AGRADECIMENTOS

Agradeço em primeiro lugar a Deus, pois foi nele que encontrei a força necessária quando as dificuldades se apresentaram.

Aos meus pais, Gilson e Alzira, que me incentivaram e me apoiaram ao longo desses anos dedicados ao estudo dando todo o apoio que preciso para alcançar meus objetivos. É uma pena me faltar talento para exprimir em palavras a gratidão e o carinho que tenho e para sempre terei por eles.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Rogério Arthmar que com muita paciência e sabedoria me auxiliou nessa caminhada.

Aos professores do programa de Pós-Graduação em economia da Universidade Federal do Espírito Santo pelo conhecimento transmitido com dedicação e competência acadêmica.

A experiência de estudar na Universidade Federal do Espírito Santo (UFES) foi imensamente enriquecedora pela oportunidade única de aperfeiçoamento oferecida pelo seu corpo docente de excelência.

A Fundação de Amparo a Pesquisa e Inovação do Espírito Santo (FAPES) pela bolsa de estudo de mestrado.

A todos os amigos que conquistei ao longo do curso, por toda a compreensão e colaboração. Especialmente, Ighor David, Leonardo Bianchi, Maycon Chaga, Marcus Bruno, Marcos Morais.

Por fim, um agradecimento, não menos importante, a família que ganhei em Vitória-ES, Pedro, Valquíria e Raphaela.

"A dificuldade real não reside nas novas ideias, mas em conseguir escapar das antigas".

John Maynard Keynes

RESUMO

A presente dissertação tem como tema central examinar a política fiscal via investimento e via gastos sociais como instrumento anticíclico de regulação da demanda agregada de modo a manter a economia em níveis de atividade tão próximos do pleno emprego. Para tanto, foi resgatado o cenário econômico da Grande Depressão e as suas principais interpretações. A análise deste período de recessão é pertinente, pois foi neste cenário de elevado nível de desemprego, queda da produção e deflação dos preços, que John Maynard Keynes desenvolveu, em 1936, sua principal obra, *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, doravante Teoria Geral, baseada no princípio da demanda efetiva, em contraposição ao arcabouço teórico da economia ortodoxa, ou seja, a Lei de Say. A partir de então, Keynes verifica que as flutuações cíclicas ocorrem devido à insuficiência de demanda efetiva derivada da queda da eficiência marginal do capital e, assim, legitima a intervenção do Estado na economia através de políticas econômica, principalmente, a política fiscal, via multiplicador, para estabilizar o nível de renda e emprego.

Palavras-chave: Grande Depressão, Lei de Say, Multiplicador, Demanda Efetiva e Política Fiscal

ABSTRAT

The present research aims to examine the fiscal policy through investment and social spending as a countercyclical instrument of regulation of aggregate demand in order to maintain an economy in the level of activity near full employment. For that, the economic scenario of the Great Depression and its main interpretations are presented. An analysis of this period of recess is pertinent, for that was the scenario of high unemployment, fall of production and price deflation wherein John Maynard Keynes developed in 1936 his main work, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, henceforth General Theory, presenting the principle of effective demand in opposition to the theoretical framework of the orthodox economy, that is, Say's Law. Keynes proposes that as cyclical fluctuations occur due to a lack in effective demand caused by a fall in the marginal efficiency of capital and, thus, legitimizes the State intervention in the economy through an active fiscal policy, aided by the multiplier, to stabilize the levels of income and employment.

Keywords: Great Depression, Say's Law, Multiplier, Effective Demand, Fiscal Policy

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Índice Dow Jones	28
------------------------------------	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - EUA: Indicadores Econômicos (1921-29).....	20
Tabela 2 - Datas de alterações de políticas do Padrão Ouro	23
Tabela 3- EUA: Indicadores Econômicos selecionados (1928-33).....	40
Tabela 4 - EUA: Desemprego e emprego emergencial (1929- 43)	44
Tabela 5 - EUA: Finanças Públicas Federais (1929-44) em milhões de dólares	94
Tabela 6 - EUA: Indicadores econômicos selecionados (1929-44).....	95

LISTA DE SIGLAS

FED - Federal Reserve System

PIB - Produto Interno Bruto

EUA - Estados Unidos da América

FOMC - Federal Open Market Committee

3R - Reform, Relief and Recovery

RFC - Reconstruction Finance Corporation

FDIC - Federal Deposit Insurance Corporation

AAA - Agricultural Adjustment Act

REA - Rural Electrification Administration

AAA - Agricultural Adjustment Act II

NIRA - National Industrial Recovery Act

NRA - National Recovery Administration

NLRB - National Labor Relations Board

SSA - Social Security Act

FLBA - Fair Labor Standard Act

CCC - Civilian Conservation Corps

TVA - Tennessee Valley Authority

FERA - Federal Emergency Relief Act

PWA - Public Works Administration

CWA - Civil Works Administration

WPA - Public Works Administration

SUMÁRIO

1 - INTRODUÇÃO	14
2 - A GRANDE DEPRESSÃO: UM PANORAMA ECONÔMICO E SUAS PRINCIPAIS INTERPRETAÇÕES	17
2.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS	17
2.2 OS EUA ENTRE A PRIMEIRA GUERRA E A DEPRESSÃO.....	17
2.3 O RETORNO AO PADRÃO OURO NO ENTREGUERRAS.....	21
2.4 A QUEBRA DA BOLSA.....	25
2.5 INTERPRETAÇÕES DA GRANDE DEPRESSÃO DE 1930.....	28
2.5.1 JOHN MAYNARD KEYNES.....	29
2.5.2 MILTON FRIEDMAN & ANNA SCHWARTZ.....	31
2.5.3 CHARLES P. KINDLEBERGER.....	33
2.5.4 BARRY EICHENGREEN.....	36
2.6 A GRANDE DEPRESSÃO DE 1930.....	38
2.7 A RECUPERAÇÃO ECONÔMICA - O NEW DEAL	40
2.8 CONSIDERAÇÕES FINAIS	44
3 - KEYNES, A TEORIA GERAL E AS POLÍTICAS ECONÔMICAS	46
3.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS	46
3.2 A LEI DE SAY E A MUDANÇA DO PENSAMENTO ECONÔMICO NA TRANSIÇÃO DOS SÉCULOS XIX E XX.....	47
3.3 A TEORIA DO CICLO DE CAMBRIDGE E O MULTIPLICADOR	53
3.4 O PRINCÍPIO DA DEMANDA EFETIVA.....	60
3.5 POLÍTICA MONETÁRIA E POLÍTICA FISCAL NA TEORIA GERAL.....	67
3.6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	73
4 - A NATUREZA DA POLÍTICA ANTICÍCLICA	75
4.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS	75
4.2 O FINANCIAMENTO DE GUERRA.....	75

4.3 KEYNES E A POLÍTICA FISCAL.....	81
4.3.1 POLÍTICA FISCAL VIA GASTOS SOCIAIS	82
4.3.2 POLÍTICA FISCAL VIA INVESTIMENTO.....	84
4.4 HOUVE UMA POLÍTICA KEYNESIANA NA RECUPERAÇÃO DA GRANDE DEPRESSÃO?.....	91
4.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	97
5- CONCLUSÃO.....	99
REFERÊNCIAS.....	101

1 - INTRODUÇÃO

A literatura especializada caracteriza a crise de 1929 como o estopim para a depressão econômica mundial subsequente. No entanto, as raízes do que veio a ser conhecido como a Grande Depressão encontram-se a partir da metade da década de 1920, quando as economias em todo o mundo começaram a mostrar sinais de excesso de produção e subconsumo, dado que não havia demanda suficiente para absorver toda a oferta. O resultado desta situação, principalmente na economia norte-americana, teve como consequência a deflação dos preços, reduzindo a renda dos empresários. Com tal prejuízo, os empresários diminuíram significativamente a oferta de emprego. Esse conjunto de tendências recessivas chegou ao mercado acionário de *Wall Street*, resultando numa forte queda do valor das ações e, portanto, no *crash* da Bolsa de Valores de Nova Iorque em outubro de 1929, o qual se transmitiu, via padrão ouro, para todos os países do mundo.

No período anterior à década de 1930, o cenário econômico demonstra uma grande influência da teoria econômica ortodoxa, a qual pregava a tese do equilíbrio automático do mercado. Para tal, a teoria clássica e neoclássica se baseavam na Lei de Say, pela qual a oferta cria sua própria demanda, o que teria como consequência a impossibilidade de crises econômicas de longa duração. Nesse contexto, o Estado exerceria um papel passivo quanto à influência na atividade econômica, especialmente, em relação à política fiscal e ao orçamento do setor público. Como os axiomas ortodoxos não conseguiram explicar e resolver o problema do elevado desemprego decorrente da crise, John Maynard Keynes propôs, em sua principal obra, a *Teoria Geral*, o princípio da demanda efetiva, negando a Lei de Say e procurando desenvolver uma nova teoria que pudesse explicar a situação econômica de retrocesso econômico e desemprego generalizado.

Na *Teoria Geral*, Keynes procurou demonstrar que as crises de demanda ocorriam porque os agentes econômicos, diante da incerteza em relação ao futuro, retêm moeda, o único ativo perfeitamente líquido, protelando assim as decisões de consumo e, principalmente, de investimento. Sendo as variações do investimento, mais especificamente, as flutuações da eficiência marginal do capital, o grande fator responsável pelos ciclos econômicos, Keynes defende a intervenção do Estado na economia para incrementar a demanda agregada a fim de possibilitar a redução da incerteza macroeconômica.

Contudo, diferentemente do que pregou no *Treatise on Money* (1930), quando propôs uma política puramente monetária para a estabilização do ciclo, considerando as variações da taxa de juros como suficiente para estabilizar a economia, na *Teoria Geral* ele apresenta uma

política fiscal de elevados gastos público, uma vez que política monetária, na fase depressiva do ciclo, não conseguiria encorajar os agentes econômicos a abrir mão de sua liquidez.

Keynes começou a defender uma política de gastos públicos antes mesmo da *Teoria Geral* quando, em 1929, publicou junto com Hubert Henderson o panfleto *Can Lloyd George Do It?*, em apoio as propostas apresentadas pelo candidato liberal David Lloyd George (1863-1945) para curar o desemprego em massa através de obras públicas. Neste panfleto, os autores não conseguiram explicar como o investimento público criaria uma poupança adicional, de modo que não se limitasse a desviar o investimento privado. O problema só foi resolvido quando Ferdinand Richard Kahn desenvolveu o conceito do multiplicador da renda e do emprego, logo a seguir modificado e incorporado por Keynes na *Teoria Geral*. Assim, o investimento agregado, por meio do processo multiplicador – pelo qual a renda gerada pelos novos gastos em investimento estimula novos gastos em consumo – determina o nível da demanda efetiva.

Após a Grande Depressão, Keynes passou a assessorar o Tesouro Britânico, trabalhando duramente na política econômica, tanto para desenvolver o esforço de guerra, isto é, a melhor forma de conciliar as exigências da guerra e as reivindicações do consumo privado, quanto para o desenvolvimento das finanças públicas no pós-guerra a fim de atenuar as oscilações econômicas e evitar que depressão voltasse. Neste cenário, Keynes recomendou um orçamento bem organizado e separado em duas partes distintas: um orçamento ordinário e um orçamento de capital. Seu objetivo era formular uma política fiscal anticíclica, baseada em um programa de investimentos públicos de longo prazo, para atenuar as crises de insuficiência de demanda efetiva em períodos de maior incerteza, em que os agentes privados têm maior preferência pela liquidez e contraem seus investimentos.

Em síntese, a presente dissertação tem o objetivo de recuperar os principais ensinamentos de Keynes sobre a política fiscal como política anticíclica para a manutenção do nível de atividade econômica. Para este fim, resgatar-se-á a parte histórica e as principais interpretações da Grande Depressão, a qual levou à contestação da economia ortodoxa, estimulando mudanças na condução de políticas econômicas. Para tanto, parte-se da *Teoria Geral*, que estabelece um arcabouço teórico não só capaz de questionar a Lei de Say, mas também de substituí-la através do princípio da demanda efetiva. Desse modo, o trabalho foi estruturado em três capítulos, além desta introdução e da conclusão. O segundo capítulo apresenta os principais aspectos do *crash* de 1929 e o panorama econômico da Grande Depressão, incluindo o Padrão-Ouro no entreguerras e o *New Deal*, bem como as principais interpretações econômicas da crise. O terceiro capítulo expõe a Lei de Say, a teoria do

multiplicador, examinando ainda a Teoria Geral e as políticas econômicas ali sugeridas por Keynes. O quarto capítulo revisa a natureza da política fiscal anticíclica desenvolvida por Keynes no início da década de 1940, e considera ademais os fatores determinantes da recuperação econômica americana durante o *New Deal*.

2 - A GRANDE DEPRESSÃO: UM PANORAMA ECONÔMICO E SUAS PRINCIPAIS INTERPRETAÇÕES

2.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS

Na seção seguinte após esta breve introdução, resgatar-se-á a parte histórica anterior à crise de 1929, principalmente as condições econômicas norte-americanas durante e pós Primeira Guerra Mundial, posto que os fatores decorrentes desta conflagração são de extrema importância para a compreensão da crise de 1929.

O objetivo da terceira seção é discorrer sobre o retorno do padrão-ouro no período entreguerras e a sua fragilidade. O padrão ouro, que foi uma fonte de prosperidade até a Primeira Guerra Mundial, teve papel muito importante na Grande Depressão, visto ter sido através dele que a recessão americana se transmitiu para o resto do mundo.

Na quarta seção serão apresentados os acontecimentos imediatamente anteriores, bem como o impacto, ao trágico dia 24 de outubro de 1929, marcado pelo *crash* da Bolsa de Valores de Nova Iorque, a ser indicado pela queda do Índice Dow Jones.

A quinta seção tem como propósito expor as principais interpretações da Grande Depressão. Para tal fim, foram utilizados os autores que, além de conhecidos e geralmente citados, apresentaram ideias antagônicas no debate a respeito da depressão mundial de 1930. O alvo da sexta seção é revisar as ideias dos diversos autores que tratam do assunto e apresentar em números o desastre econômico sofrido pelos Estados Unidos durante o período de 1929 a 1933.

Na seção final deste capítulo, apresentar-se-á o conjunto de programas implementados pelo presidente Roosevelt para reanimar a economia norte-americana durante a Grande Depressão, qual seja, o *New Deal*. Apesar de amenizar os efeitos da Grande Depressão, a recuperação econômica só aconteceu quando os Estados Unidos entraram definitivamente, em dezembro de 1941, na Segunda Guerra Mundial.

2.2 OS EUA ENTRE A PRIMEIRA GUERRA E A DEPRESSÃO

Antes de apresentar o contexto histórico da Grande Depressão da década de 1930, é importante delinear as condições econômicas prevalentes durante e no pós-Primeira Guerra Mundial (1914-1918). Como expõe Jonathan Hughes (1990), a guerra influencia a quantidade de produção real e desvia recursos produtivos para fins bélicos. Dessa forma, segundo Frederico Mazzucchelli (2009), o período em que os EUA participaram diretamente do

conflito ocorreu uma grande mobilização de recursos humanos e materiais, onde se instaurou pela primeira vez na história norte-americana uma “economia de comando”, na qual o Estado, por um curto período de tempo, passou a intervir diretamente na economia através de suas agências de controle, sobrepondo-se ao livre funcionamento da economia de mercado.

As agências cumpriram papel importante na condução do planejamento governamental, já que foi através delas que o governo fixou suas prioridades, metas e estratégias. Além disso, através delas, o governo norte-americano orientou e monitorou os investimentos da iniciativa privada. Porém, a participação das agências de controle na condução de política norte-americana foi breve, pois com o fim da guerra, boa parte das agências foram dissolvidas pelo presidente Woodrow Wilson (1912-1921), que era a favor do mercado competitivo e, dessa forma, a intervenção do Estado voltou a ser limitada, sendo retomada somente na Grande Depressão dos anos 1930 (MAZZUCHELLI, 2009, pag. 161).

A Primeira Guerra Mundial trouxe aos Estados Unidos inúmeros legados internos e externos. Os legados da guerra do ponto de vista interno foram, além de ter seu território totalmente preservado, o notável aumento do PIB e da atividade industrial, especialmente nas indústrias automobilística, de aço, ferro e petróleo. Do ponto de vista externo, com o fim da guerra, os Estados Unidos assumiram a posição de maior potência capitalista, posição esta que pertencia à Inglaterra, e de credor internacional junto aos países da antiga Tríplice Entente¹, já que durante o conflito, os nortes-americanos abasteceram seus aliados com armas, munições, alimentos e outros produtos essenciais (MAZZUCHELLI, 2009, p. 163).

Um dos legados internacionais da guerra que merece destaque é a Conferência de Paz em Paris, que resultou no Tratado de Versalhes². Neste tratado foi imposto à Alemanha o ônus das reparações de guerra. Pelo Tratado de Versalhes, conforme observam Walton e Rockoff (2010, p. 391) “Germany was forced to admit responsibility for the war, to transfer land and other resources to the allies, and to pay reparations that were later set at \$56 billion in gold dollars.”

Keynes, representando o Departamento do Tesouro, participou da Conferência de Paz como parte da delegação britânica e foi contrário às punições impostas a Alemanha por considerar tais punições excessivas. Segundo Keynes, seria praticamente impossível para Alemanha fazer os pagamentos de reparação, pois seria necessário praticar um persistente

¹ A Tríplice Entente foi formada em 1907 e era composta pela Rússia, Reino Unido e França (MAZZUCHELLI, 2009, p. 35).

² A Conferência de Paz de Paris iniciou-se em 18 de janeiro de 1919. O Tratado de Paz de Versalhes foi assinado em 28 de Junho de 1919 (WALTON; ROCKOFF, 2010, p. 392).

superávit na balança de pagamento, principalmente na balança comercial (WALTON; ROCKOFF, 2010, p. 392). Assim, haja vista a impossibilidade de se alterar os termos do tratado de paz, Keynes demitiu-se do Departamento do Tesouro britânico em julho de 1919 e publicou, em dezembro do mesmo ano, o livro *The Economic Consequences of the Peace*. Nesta obra, ele faz uma forte crítica aos termos do Tratado de Versalhes, antecipando o fracasso dos seus objetivos no que se refere ao restabelecimento da paz e da prosperidade na Europa (SZMRECSÁNYI, 1984, p. 28-29).

Para pagar a guerra, segundo apontam Walton e Rockoff (2010), o governo norte-americano aumentou os impostos, a oferta de moeda e os títulos vendidos ao setor privado. Dentre os três métodos utilizados para financiar as suas crescentes despesas, o predominante consistiu nos empréstimos junto ao público. Porém, a compra de títulos no mercado aberto feito pelo *Federal Reserve* (FED) levou a um aumento da expansão monetária e do crédito. A compra dos títulos foi feita através de depósitos que não existiam antes, ou seja, criação de moeda. Portanto, o financiamento de guerra norte-americano foi realizado através de um enorme esforço fiscal, onde a dívida pública aumentou significativamente nos anos de guerra.

A expansão monetária produzida pelo financiamento de guerra, de acordo com Hughes (1990), elevou o nível geral dos preços durante e no imediato pós-guerra nos Estados Unidos. O FED, no entanto, estava resistente em elevar as taxas de juros, pois isso poderia pressionar a dívida pública devido à quantidade de empréstimos de guerra do governo no mercado. A partir de 1919, todavia, a pressão inflacionária tornou-se insustentável, quando então o FED foi obrigado a promover sucessivos aumentos da taxa de juros. No campo fiscal também verificou-se uma política contracionista a partir de 1919, revertendo os déficits anteriores e proporcionando superávit nas contas públicas.

O aperto monetário e fiscal, segundo Mazzucchelli (2009), levou a economia norte-americana à deflação e a recessão, o que ocasionou, em 1921, forte deflação, onde a combinação entre as elevadas taxas de juros, redução das despesas públicas e a queda da construção residencial, resultou no declínio geral dos preços, do nível de atividade econômica e considerável aumento no desemprego. No entanto, a recessão de 1921, apesar de sua intensidade, foi rapidamente superada e, a partir de 1922 a economia norte-americana iniciou um ciclo de expansão (*boom*), que ficou conhecido os *Roaring Twenties* ou os loucos anos vinte. Durante esse período, de acordo com Mazzucchelli (2009), ocorreu rápido aumento da produtividade das indústrias norte-americanas, em que as inovações aumentaram a eficiência das fábricas e dos equipamentos.

As principais características da década de 1920 nos Estados Unidos, no entendimento de Prado (2009), foram a mecanização e a padronização dos produtos industrializados que, no seu conjunto, possibilitaram a produção em massa, ampliando a oferta de produtos industriais com menores preços. Com o aumento da oferta de bens de consumo duráveis (especialmente automóveis), novos mecanismos de créditos e aumento da renda, houve um rápido crescimento da demanda que possibilitou o ingresso da economia norte-americana em um ciclo de crescimento econômico acelerado.

Como demonstra a tabela 1, entre 1921 e 1929 o Produto Interno Bruto norte-americano cresceu 45% e a produção industrial 88%, resultando em taxas anuais de expansão de 4,2% e 7,2%, respectivamente. O desemprego, como é possível observar, se situou em níveis baixíssimos entre os anos de 1923 e 1929. Os preços ao consumidor entre 1921 e 1929 ficaram praticamente estáveis, apresentando pequena deflação, com exceção dos anos de 1925 e 1926 que apresentaram leve inflação.

Tabela 1 - EUA: Indicadores Econômicos (1921-29)

Ano	PIB	Produção Industrial	Taxa de Desemprego (%)	Preços ao Consumidor
1921	100,0	100,0	11,4	100,0
1922	105,5	127,3	7,2	97,6
1923	119,4	143,9	3,0	99,4
1924	123,1	137,9	5,3	99,4
1925	126,0	153,0	3,8	102,4
1926	134,2	162,1	1,9	101,2
1927	135,5	163,6	3,9	98,8
1928	137,0	168,2	4,3	97,6
1929	145,4	187,9	3,1	97,6

Fonte: Mazzucchelli (2009, pág. 171)

Durante os *Roaring Twenties*, as políticas monetária e fiscal foram conduzidas de forma conservadora. A arrecadação de impostos sofreram significativas quedas, o orçamento foi superavitário, a expansão monetária foi modesta e os preços ficaram praticamente estáveis. Este período, além de marcado pelo forte crescimento econômico, foi caracterizado também pela adesão do governo às propostas liberais republicanas, tornando limitada a atuação do governo nas relações econômicas. No entendimento de Mazzucchelli (2009, p. 172), "Nunca o desenrolar dos acontecimentos se ajustou de maneira tão perfeita ao ideário liberal: pouco Estado, poucos sindicatos ... e prosperidade para muitos".

A Bolsa de Valores de Nova Iorque também foi atingida pelo clima de euforia e, a partir de 1925, estimulado pela facilidade de crédito, começou um ciclo de valorização das ações. Este ciclo atingiu tamanha proporção que as ações do FED tornaram-se inócuas, pois eram pouco significativas diante da forte especulação. Porém, o sentimento de confiança, que havia sido essencial para o *boom* da década de 1920, viria a registrar alteração significativa. Neste contexto, como diz Mazzucchelli (2009, p. 176). “foi exatamente a súbita reversão das expectativas - a mudança do ânimo! - que derrubou a economia norte-americana no outono-inverno de 1929, e com ela a Bolsa de Valores”.

Assim, por maior que fossem as facilidades de crédito, a partir de 1927 a economia norte-americana já começava a apresentar sinais da existência de capacidade ociosa. Entretanto, a desaceleração da atividade produtiva foi apenas o primeiro indício de uma crise no país, que junto com o estouro da bolha no mercado de ações, conduziu a economia norte-americana a uma grave crise financeira. Não obstante, a quebra da Bolsa de Nova Iorque no dia 24 de outubro de 1929, por si só, não explica a profundidade e nem a extensão da Grande Depressão da década de 1930 que devastou a economia norte-americana e o resto do mundo (PRADO, 2009).

2.3 O RETORNO AO PADRÃO-OURO NO ENTREGUERRAS

O padrão-ouro clássico foi um sistema monetário praticado entre a década de 1870 e o início da Primeira Guerra Mundial, no qual as unidades monetárias definiam-se em termos de certa quantidade de ouro, de modo que as taxas de câmbio eram fixas entre todos os países que a ele aderiram.

The gold standard was characterized by the free flow of gold between individuals and countries, the maintenance of fixed values of national currencies in terms of gold and therefore each other, and the absence of an international coordinating organization (EICHENGREEN; TEMIN, 2010, p. 2)

O sucesso do padrão-ouro no período anterior a I Guerra Mundial repousou, dentre outros motivos, na prioridade dos bancos centrais em defender as suas reservas de ouro e garantir a manutenção da conversibilidade sem se preocupar em subordinar a estabilidade da moeda a outros objetivos. Durante esse período, a Inglaterra era a potência econômica mundial, onde o banco central mais influente à época era o Banco da Inglaterra e as outras economias tinham que seguir as diretrizes da política inglesa (EICHENGREEN, 2000, p. 57-61).

Para Eichengreen (2000, p. 61), "ao seguir a liderança inglesa, os bancos centrais de diferentes países coordenavam os ajustes nas condições de créditos mundiais". Esta noção

associa-se ao que Eichengreen chama de cooperação internacional, isto é, a ideia de que eventuais ameaças de uma recessão mundial seriam neutralizadas por meio da solidariedade internacional entre os governos e os bancos centrais, com o Banco da Inglaterra atuando como prestador de última instância.

O padrão-ouro, que teve seu apogeu nos anos que antecederam a I Guerra Mundial, foi abandonado pelos países beligerantes logo no início do conflito. Isto aconteceu, de acordo com Prado (2009), devido à necessidade de expandir a base monetária frente às despesas de guerra. Esta política monetária, em conjunto com o aumento dos gastos públicos de natureza bélica provocou um forte processo inflacionário nas nações em conflito.

Durante a guerra, conforme Mazzucchelli (2009), os salários, os preços e os lucros aumentaram significativamente na Inglaterra, suas exportações declinaram e as importações cresceram significativamente. O reflexo disso foi a perda de competitividade dos produtos exportáveis britânicos, causando um forte impacto na balança comercial. Os déficits comerciais preocuparam as autoridades do governo, de modo solução britânica para esse problema foi a suspensão da conversibilidade e a desvalorização da libra esterlina.

Com o fim do conflito e a instabilidade econômica do período pós-guerra, o retorno ao padrão-ouro, no início de 1920, era visto pela economia mundial como a condição essencial da volta à normalidade³. Porém, durante a I Guerra Mundial, a circulação das moedas de ouro começou a diminuir e com o fim do conflito a escassez na oferta mundial de ouro tornou-se um problema para o retorno ao padrão-ouro, pois para os governos não havia ouro suficiente para satisfazer a demanda mundial por dinheiro sem gerar deflação (EICHENGREEN, 2000, p. 94-95).

Para solucionar este problema, foi realizada uma série de conferências internacionais, a mais importante tendo sido a Conferência Econômica Monetária realizada em 1922, em Gênova. Nesta Conferência, estavam presentes todos os principais países que haviam adotado o padrão-ouro, com a exceção dos Estados Unidos, que continuaram com a sua postura isolacionista (EICHENGREEN, 2000, 95-96).

Nesta reunião em Gênova, em meio ao temor de uma escassez mundial de ouro, recomendou-se a adoção de um padrão câmbio-ouro, permitindo que os bancos centrais detivessem moeda estrangeira para complementar suas reservas legais de ouro, em que as reservas de divisas conversíveis (principalmente dólares e libras), assim como o ouro, seriam

³ No entendimento de Eichengreen (2000), a principal questão era se as moedas nacionais deveriam ser restauradas ao seu valor de ouro pré-guerra ou a algum valor inferior mais próximo dos fatos presentes.

usadas como lastro da moeda nacional, proporcionando, assim, uma economia de ouro (BERNANKE; JAMES, 1991).

Outro tema da Conferência de Gênova foi a cooperação internacional com o objetivo de prevenir flutuações no valor de ouro, pois caso os bancos centrais comesçassem a disputar as escassas reservas de ouro mundiais através do aumento de suas taxas de juros para atrair ouro de outros bancos, todos seriam penalizados com a queda dos preços e da produção (EICHENGREEN, 2000, p. 96).

Tabela 2 - Datas de Alterações de Políticas do Padrão-Ouro

País	Retorno ao Padrão-Ouro	Suspensão do Padrão-Ouro
Estados Unidos	Junho de 1919	Março de 1933
Letônia	Agosto de 1922	—
Suécia	Abril de 1924	Setembro de 1931
Alemanha	Setembro de 1924	—
Hungria	Abril de 1925	—
Holanda	Abril de 1925	—
Áustria	Abril de 1925	Abril de 1933
Austrália	Abril de 1925	Dezembro de 1929
Nova Zelândia	Abril de 1925	Setembro de 1931
Reino Unido	Maio de 1925	Setembro de 1931
Finlândia	Janeiro de 1926	Outubro de 1931
Canadá	Julho de 1926	Outubro de 1931
França	Agosto de 1926 - junho de 1928	—
Bélgica	Outubro de 1926	—
Dinamarca	Janeiro de 1927	Setembro de 1931
Itália	Dezembro de 1927	—
Polônia	Outubro de 1927	—
Grécia	Maio de 1928	Abril de 1932
Noruega	Maio de 1928	Setembro de 1931
Japão	Dezembro de 1930	Dezembro de 1931

Fonte: Adaptado de Bemanke e James (1991, p. 37).

Conforme demonstra a tabela 2 acima, o novo padrão câmbio-ouro (*gold-exchange standard*) ocorreu de forma gradual, intensificando-se a partir de 1925 com o restabelecimento da conversibilidade pelo Reino Unido à mesma paridade pré-guerra, ou seja,

\$4,86 por libra esterlina, apesar dos argumentos contrários de Keynes⁴ à deflação exigida para a retomada desta cotação que, segundo ele, encontrava-se apreciada em torno de dez por cento (BERNANKE; JAMES, 1991). Para tal fim, os britânicos, desde o início da década de 1920, promoveram sucessivas deflações através de elevações da taxa de juros, contração dos gastos públicos e reduções de salários nominais. A volta ao padrão-ouro terminaria sendo determinante para o insucesso britânico em recuperar a hegemonia comercial e financeira mundial, além de retardar a sua recuperação econômica (MAZZUCHELLI, 2009, p. 89-90, 99).

Somente os Estados Unidos, entre as principais potências, manteve a conversibilidade de sua moeda. Os norte-americanos permaneceram no padrão-ouro clássico e questionaram a eficiência do padrão câmbio-ouro e a necessidade de cooperação entre os bancos centrais (EICHENGREEN, 2000, p. 97). Vale destacar que os norte-americanos, em comparação com os países europeus, sofreram menos com a inflação, visto que eles entraram mais tarde na guerra e não expandiram a oferta monetária a ponto de colocar em risco a sua reserva em ouro. Assim, o cenário econômico norte-americano durante a década de 1920, com exceção do ano de 1921, marcado por forte recessão devido à redução nos gastos bélicos, foi de prosperidade econômica (PRADO, 2009).

Terminada a I Guerra Mundial, a marcha de reconstrução da estabilidade econômica nos países beligerantes europeus foi um processo demorado e marcado por agudos processos de inflação e até mesmo hiperinflações. A elevação recorrente dos preços nos sistemas monetários europeus resultou da emissão monetária para financiar os déficits orçamentários de guerra e de reconstrução. Durante os anos 1920, como indicado, a maioria dos principais países europeus retornou ao novo padrão-ouro. Entre os primeiros a restabelecer a conversibilidade em ouro, na mesma paridade de antes da guerra, foram aqueles que tinham sofrido com a hiperinflação, ou seja, Áustria, Hungria e, principalmente, a Alemanha, por meio do Plano Dawes de 1924 (PRADO, 2009).

Depois da restauração do padrão-ouro, os anos entre 1924 e 1929 foram marcados por uma retomada do crescimento econômico, variando de um país para o outro, e de forte demanda por dinheiro e crédito em todo o mundo. Na visão de Eichengreen (2000, p. 76), contudo, o novo arranjo monetário padecia de limitações: "[O] padrão ouro no período

⁴ Para Keynes (CWJMK, IX, 2011) a restauração do padrão-ouro (seja na paridade pré-guerra ou em alguma outra taxa) não traria total estabilidade dos preços internos. Quando vislumbrou a impossibilidade do retorno frente à intransigência do ministro de Fazenda Winston Churchill, aceitou a ideia com ressalvas, indicando um retorno a um patamar da libra esterlina um pouco desvalorizada como mecanismo de elevação da competitividade das exportações britânicas.

entreguerras, ressuscitado na segunda metade da década de 20, compartilhava poucos dos méritos do funcionamento do sistema antes da guerra". Ou seja, no período entreguerras a credibilidade dos bancos centrais em defender as suas reservas de ouro e a manutenção da conversibilidade foi abalada pela instabilidade política e econômica, assim como o sistema de cooperação foi estremecido pelas reparações de guerra.

O colapso do padrão câmbio-ouro começou quando, em 1928, os Estados Unidos, por meio do FED, elevaram a taxa de juros com o objetivo de conter o crescimento especulativo na bolsa de Nova Iorque. A política monetária restritiva norte-americana, tendo em vista a dependência dos outros países em relação às importações de capital dos EUA, reduziu os empréstimos internacionais, o que acabou pressionando o balanço de pagamento dos países devedores. Assim, com as taxas de juros norte-americanas mais elevadas, os demais países também tiveram que adotar uma política monetária restritiva e, a partir desse momento, ocorreu uma queda da demanda e da atividade econômica nos países devedores (EICHENGREEN, 1995, p. 222-223).

A crise de 1929 intensificou a fragilidade do sistema monetário internacional baseado no padrão câmbio-ouro, demonstrando a incapacidade da cooperação internacional. O resultado foi o abandono sucessivo do sistema pelas maiores economias, permitindo que os países reconquistassem sua autonomia monetária com a introdução de controle de capitais e desvalorização cambiais. Como pode ser visto na tabela 2, entre os anos de 1929 e 1931 uma quantidade significativa de países havia deixado o padrão câmbio-ouro, entre eles o Reino Unido, devido às consequências da depressão mundial sobre o comércio e as finanças internacionais. A desvalorização da libra, na visão de Eichengreen (2000), representou a desintegração do padrão-ouro no período entreguerras. Os Estados Unidos, com a assunção do Presidente Franklin Roosevelt, desvalorizaram o dólar em 1933.

2.4. A QUEBRA DA BOLSA

A grande onda de otimismo no mercado de ações aconteceu entre os anos de 1922 e 1929. Após alguns anos de prosperidade, deu-se o *boom* do mercado de ações entre os anos 1928 e 1929, aliado a forte especulação dos preços das ações. Como observa Kindleberger (2013), durante esse período, a ascensão do mercado de ações de Nova Iorque foi tão espetacular que pode ser descrito como uma bolha, uma mania ou outros termos que denotam uma perda de contato com a realidade. A bolha especulativa norte-americana exerceu forte pressão sobre o sistema financeiro internacional baseado no padrão-ouro, pois atraiu capital

estrangeiro para a Bolsa de Valores de Nova Iorque, afetando as bolsas europeias, principalmente a Bolsa de Londres, que estava em baixa desde 1928 (WALTON; ROCKOFF, 2010, p. 411-412).

A partir de setembro de 1929, o mercado de ações, apesar de ainda estar em alta, ou seja, ser considerado um *bull market* (mercado altista) começou a dar sinais de declínio. A explicação de Walton e Rockoff (2010) para o período de elevada especulação bursátil foi o aumento dos lucros e dividendos pagos pelas empresas na década de 1920, o qual refletiu a grande expansão da demanda doméstica, especialmente para automóveis e outros bens de consumo duráveis. O *boom* no mercado de ações entre 1928 e 1929 foi financiado, em boa parte, pela prática dos *call loans*, também chamada de compra "à margem", que permitia que os investidores adquirissem apenas 10% do preço das ações, os 90% restantes sendo comprados pelos corretores através de empréstimos bancários. Esta técnica evoluiu de maneira rápida: "de 4 bilhões de dólares em 31 de dezembro de 1927 para 7 bilhões em 30 de junho de 1929 e 8,5 bilhões em 4 de outubro de 1929, o primeiro dia de queda, para voltar a cair ao nível de 4 bilhões em 31 de dezembro de 1929" (GAZIER, 2014, p. 28).

As ações começaram a demonstrar sinais de queda já nos primeiros dias do mês de outubro de 1929. A manhã de quinta-feira 24 de outubro, a famosa quinta-feira negra, foi marcada por uma onda de pessimismo generalizado, espalhando uma situação de pânico na qual foram postos à venda milhares de ações. Por volta das 11 horas da manhã desse mesmo dia, uma multidão se aglomerava do lado de fora do edifício da Bolsa e, ao meio-dia, veio então a ordem de suspender os contratos (GALBRAITH, 1988, p. 88-90).

Diante deste cenário de pânico, os banqueiros mais influentes dos Estados Unidos reuniram-se em caráter de emergência no escritório da *J. P. Morgan and Company*, situado a algumas quadras da Bolsa de Valores de Nova Iorque. No decorrer da reunião, os banqueiros resolveram reunir recursos para apoiar o mercado. Ao término do encontro, Richard Whitney, vice-presidente da Bolsa, apareceu no salão de transações de *Wall Street* e começou a fazer ofertas de compra de ações de diferentes setores da economia. A atitude tomada pelos grandes banqueiros foi vista com bons olhos pelo público e o mercado de ações voltou a subir. Esse movimento, contudo, não foi suficiente para compensar as perdas anteriores. A Bolsa terminou o dia registrando 12 pontos negativos em relação ao dia anterior e com um volume de ações transacionadas próximo de 13 milhões, quando o volume médio diário era de quatro milhões de transações (GALBRAITH, 1988, p. 90-96).

O dia seguinte à quinta feira negra foi mais calmo e de pouca oscilação na Bolsa, e os índices chegaram a mostrar uma leve subida. Na segunda feira dia 28, todavia, a atitude

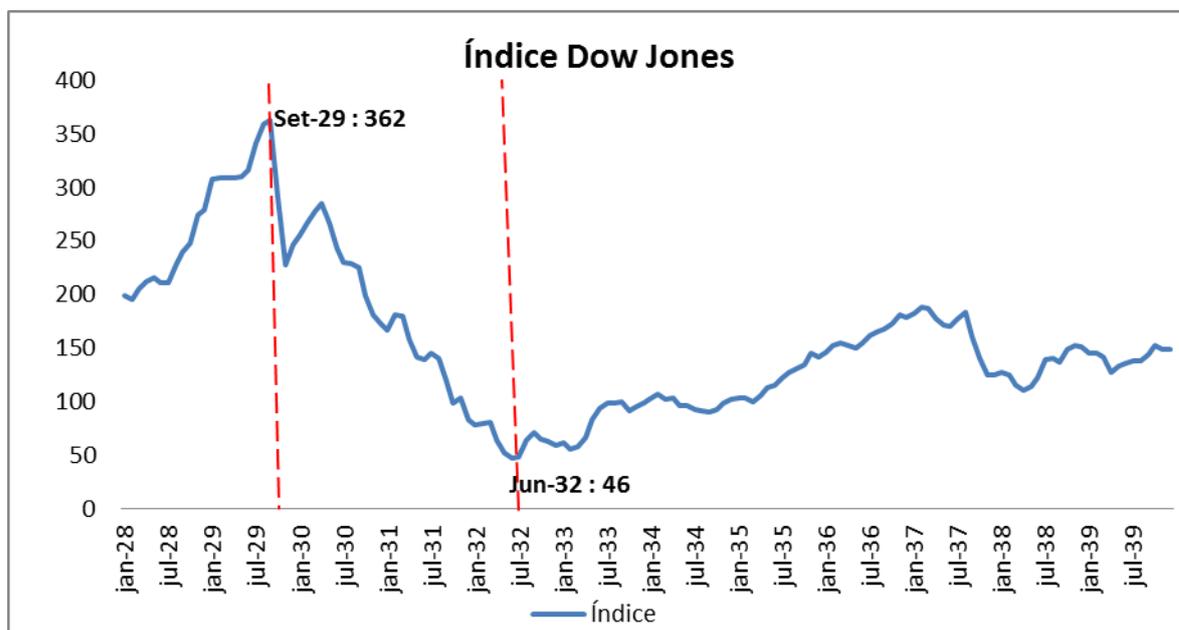
tomada pelos grandes banqueiros, de compra de títulos parecia não ter tido qualquer efeito durável, já que foram comercializadas mais de 9 milhões de ações. Na tarde desse mesmo dia, os banqueiros voltaram a se reunir nos escritórios da *J. P. Morgan & Company*, porém, dessa vez, não houve compra de ações para manter o nível de preços das ações. Dessa forma, na terça-feira dia 29, conhecida como "a terça-feira negra", a crise no mercado de ações chegou ao ápice (GALBRAITH, 1988, p. 97-101).

Nas palavras de Galbraith (1988, p. 100), "29 de outubro, terça-feira, foi o dia mais devastador da história do mercado acionário de Nova Iorque, possivelmente o dia mais devastador da história de todos os mercados". O volume de ações negociadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque foi assustadoramente maior que o da "quinta-feira negra". De acordo com Kindleberger (2013), o número de ações negociadas chegou ao patamar de pouco mais de 16 milhões, um recorde que permaneceu por quase quarenta anos.

Uma dimensão do impacto da quebra da Bolsa de Nova Iorque pode ser observado através de um dos principais indicadores dos movimentos do mercado americano, qual seja, o índice *Dow Jones*. Este índice, como se observa no gráfico 1, passou de 198, em janeiro de 1928, para alcançar o pico de 362, em setembro de 1929. Com o *crash* da Bolsa em outubro, o índice apresentou forte queda, alcançando valor de 291 pontos. A partir de dezembro de 1929, o mercado de ações de Nova Iorque começou a subir de forma tímida. Em abril de 1930, porém, o índice voltou a cair, chegando ao patamar mínimo de 46 pontos em junho de 1932. Até 1933, o mercado de ações de Nova Iorque sofreu com a instabilidade, voltando a subir somente partir do segundo semestre de 1934.

O *crash* do mercado de ações não ficou restrito ao mercado financeiro e transmitiu-se de forma rápida, provocando a queda da demanda agregada norte-americana. Conforme Christina Romer (2003), as compras de bens duráveis e de investimento das empresas caíram significativamente depois do estouro da bolha. Um dos motivos dessa queda é que a crise financeira produziu uma incerteza muito grande sobre a renda futura, que por sua vez levou os consumidores e as empresas a adiarem suas compras de bens duráveis. Assim, com a quebra da Bolsa, seguiu-se uma profunda depressão que, rapidamente, se transmitiu para o restante das economias com as quais os Estados Unidos mantinham contratos comerciais e financeiros.

Gráfico 1 - Índice Dow Jones



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Federal Reserve Bank of St. Louis (2016).

2.5 INTERPRETAÇÕES DA GRANDE DEPRESSÃO DE 1930

Dentre as várias interpretações contemporâneas e modernas da Grande Depressão, pode-se iniciar aqui com a formulada por John M. Keynes. Dentre os vários escritos⁵ por ele elaborados sobre o assunto, dois merecem destaque. O primeiro, intitulado *The Present Economic Position*, foi distribuído ao Economic Advisory Council⁶ antes de sua reunião em 08 setembro e o segundo, *The Future Of The Rate Interest: Prospects Of The Bond Market*, foi um periódico publicado pelo Svenska Handelsbankken em 30 de setembro. Também merece destaque o seu trabalho, *The Great Slump of 1930*, publicado em dezembro de 1931, onde Keynes fez observações pertinentes sobre a crise em questão.

Dentre as interpretações mais recentes⁷ e consideradas clássicas pode-se mencionar, primeiramente, a visão desenvolvida por Milton Friedman e Anna Schwartz também denominada de visão “monetarista”; a interpretação de Charles P. Kindleberger e, por fim,

⁵ Seguiram a mesma linha de pensamento do seu livro *Treatise on Money* de 1930 (KEYNES, CWJMK XX, 2013).

⁶ Conselho de Assesores Econômicos, criado em 27 de janeiro de 1930, encarregado de oferecer ao governo britânico um assessoramento econômico na formulação de políticas econômicas nacionais e internacionais (KEYNES, CWJMK XX, 2013, p. 27-28).

⁷ Na literatura recente sobre a Grande Depressão encontra-se a do ex-presidente do *Federal Reserve* Ben Bernanke que baseia-se no trabalho de Milton Friedman e Anna Schwartz, ou seja, a depressão foi derivada da contração da oferta monetária.

mais recente, embora não totalmente original, a tese de Barry Eichengreen. Antecipando o conteúdo de tais linhas interpretativas, a primeira delas destaca os erros na execução da política monetária do FED; a segunda sustenta que a instabilidade do sistema econômico internacional foi causada pela incapacidade da Grã-Bretanha, e a não disposição dos EUA de agir como uma força estabilizadora e, ainda, a terceira, focaliza no sistema monetário internacional baseado no padrão-ouro que amarrou as políticas econômicas dos diferentes países. Decerto que a Grande Depressão não foi uma crise qualquer, e que uma conjunção de fatores operou para a sua profundidade e extensão.

2.5.1 JOHN MAYNARD KEYNES

Para Keynes há muitas explicações diferentes para a Grande Depressão e uma delas é, sem dúvida, a queda da bola de Nova Iorque em outubro de 1929, que desempenhou um papel importante para na contração econômica global. Mas, a origem, segundo ele, situa-se em uma série de eventos transcorridos no período pós I Guerra Mundial. Dentre eles, a raiz da depressão encontrar-se-ia na alta taxa de juros para empréstimos de longo prazo (KEYNES, CWJMK XX, 2013, p. 390-401).

A explicação para esse fenômeno localiza-se, na visão de Keynes em diversas causas especiais como, por exemplo, o retorno ao padrão-ouro e a liquidação das reparações e das dívidas de guerra. Mas, o fator que mais influenciou a alta taxa de juros foi que, nos anos pós-guerra, o volume de investimento era muito elevado devido aos investimentos de larga escala na reconstrução e construção de novas indústrias que podiam pagar taxas de juros altas (KEYNES, CWJMK XX, 2013, p. 390-401).

Desta forma, a forte expansão das empresas de capital fixo no pós I Guerra Mundial, especialmente nos Estados Unidos, serviram para manter a taxa de juros elevada. Contudo, no entender de Keynes, as sementes do colapso foram plantadas em 1925 e nos anos imediatamente posteriores, quando a forte expansão das indústrias norte-americanas já não estava sendo acompanhada pela demanda dos consumidores, ou seja, estava se formando um excedente de produção, não sendo, desta forma, necessário manter a taxa de juros elevada (KEYNES, CWJMK XX, 2013, p. 390-401). Nas palavras de Keynes:

[I]n the United States, the vast scale on which new capital enterprise has been undertaken in the last five years has somewhat exhausted for the time being—at any rate so long as the atmosphere of business depression continues—the profitable opportunities for yet further enterprise. By the middle of 1929, new capital undertakings were already on an inadequate scale in the world as a whole, outside the United States. The culminating blow has been the collapse of new investment

inside the United States, which to-day is probably 20 to 30 per cent less than it was in 1928. (KEYNES, CWJMK IX, 2011, p. 146).

Com o retorno ao padrão-ouro, a responsabilidades dos bancos centrais, exceto o banco norte-americano, em manter a paridade com o ouro levou a uma restrição de crédito pelo mundo. O aperto monetário foi intensificado ainda mais a partir de julho de 1928, quando o FED elevou sua taxa para frear o mercado especulativo em *Wall Street*, estimulando ainda mais a entrada de ouro nos Estados Unidos e promovendo a contração do crédito no resto do mundo (KEYNES, CWJMK XX, 2013, p. 390-401).

Assim, a partir de 1928, os empréstimos reais ou genuínos, ou seja, destinados a novos investimentos produtivos ficaram escassos, levando a uma forte retração na taxa de investimento na economia norte-americana. Já os empréstimos artificiais à curto prazo, ou seja, empréstimos especulativos, mais latente nos Estados Unidos, ficaram mais fortes na maioria das bolsas de valores do mundo. Esta escassez de crédito devido à alta taxa de juros representa o principal motivo da queda do investimento e, portanto, do nível de preço, da produção e do emprego (KEYNES, CWJMK XX, 2013, p. 390-401).

Para Keynes, a magnitude da catástrofe podia ser aferida pela maior e mais rápida queda do nível de preços da história, em que os custos de produção ultrapassavam os preços da venda. O equilíbrio, para Keynes, não seria restaurado, por si só, nem pela restrição dos produtos e tampouco pela restrição dos salários, já que a diminuição dos rendimentos dos trabalhadores reduziria o poder de compra da comunidade, acarretando queda, na mesma proporção, das receitas das vendas dos produtores (KEYNES, CWJMK IX, 2011, p. 135-147).

A depressão mundial caracterizou-se por forte declínio do nível de preços e do emprego, fenômenos naturalmente conectados. O primeiro representa uma perda geral de lucros para os empresários, uma vez que suas receitas totais são inferiores as despesas totais, de modo que sua vontade e capacidade de fornecer emprego diminui. Isso só acontece porque uma parte da renda não está sendo gasta no consumo atual nem na produção de bens de capital, fazendo com que a poupança exceda o investimento, que seria a característica mais marcante da depressão para Keynes que, no período, ainda movia-se no universo teórico do seu *Treatise on Money*. Nesta obra, ele admitia a possibilidade de diferenças temporárias entre poupança e investimento, resultando em ganhos ou perdas imprevistas (*windfall gains or losses*) pelos agentes econômicos (KEYNES, CWJMK XX, 2013, p. 477-481).

O resultado então de uma deflação dos preços seria uma compressão dos lucros, que desencoraja os investimentos, isto é, amplia-se o hiato entre poupança e investimento já que,

enquanto não se ganhar lucros, os empresários não estarão dispostos a produzir. Assim, para Keynes, a depressão só teria fim com a redução da poupança ou, principalmente, com um aumento do investimento. No entendimento de Keynes, a retomada dos investimentos poderia ter lugar em presença de estímulos como: "(a) the ordinary course of invention and progress; (b) from existing capital wearing out; (c) a fall in the rate of interest; (d) the deliberate development of investment schemes by government; or (e) war". (KEYNES, CWJMK XX, 2013, p. 479). Portanto, o ponto principal da causa da depressão, conforme Keynes, teria sido o colapso do investimento. Contudo, a recuperação econômica seria difícil devido à forte contração do crédito, o que tende a manter a taxa de juros elevada no longo prazo. Assim, a solução de Keynes para o término da depressão encontrar-se-ia primordialmente numa redução da taxa de juros de longo prazo, mais do que uma mudança em qualquer outro fator (KEYNES, CWJMK XX, 2013, p. 480).

O objetivo de Keynes, ao defender a queda na taxa de juros, era recuperar o lucro das empresas e, portanto, a confiança dos empresários e, por consequência, o investimento. Para isso, Keynes propôs que o FED, o Banco da Inglaterra e o Banco da França, ou seja, os principais Bancos Centrais credores, se unissem para restaurar a confiança no mercado internacional de empréstimos de longo prazo e, assim, restaurar os preços e os lucros (KEYNES, CWJMK IX, 2011, p. 126-134). Contudo, para Keynes a implementação de uma política de crédito barato e abundante, necessária para a recuperação da economia mundial, dificilmente, partiria dos Estados Unidos, de modo que os primeiros impulsos da retomada deveriam ser dados pelo mercado de crédito internacional, para depois ocorrer o ajustamento da economia norte-americana (KEYNES, CWJMK XX, 2013, p. 561-588).

2.5.2 MILTON FRIEDMAN E ANNA SCHWARTZ

A teoria desenvolvida por Milton Friedman e Anna Schwartz da Grande Depressão vai de encontro à visão de Keynes. O ponto de vista de Friedman, que levou a um conflito com os economistas keynesianos, é que a Grande Depressão não foi causada pela insuficiência de demanda agregada, mas por insuficiente oferta monetária nascida de políticas equivocadas do FED (PRADO, 2009). No livro *A monetary History of the United States, 1867-1960*, publicado em 1963, os autores expõem que a Grande Depressão não foi provocada diretamente pela recessão econômica norte-americana ou pelo *crash* da Bolsa de Nova Iorque, mas pelos erros de atuação do FED que, ao elevar a taxa de desconto em agosto de 1929 para

combater a especulação na Bolsa, transformou a recessão em uma profunda depressão econômica (HELLER, 2009).

Conforme Friedman e Schwartz (2008), a "Grande Contração" foi de âmbito mundial, sendo a mais grave e amplamente difundida crise monetária dos tempos modernos. Porém, ela apresentou-se mais forte e mais prolongada nos Estados Unidos do que na maioria dos outros países. Com o *crash* da bolsa em outubro de 1929, o *New York Federal Reserve Bank*, sob a liderança de Benjamin Strong (1872-1928), atuou de forma decisiva e por conta própria no fortalecimento das reservas dos bancos comerciais de Nova Iorque através da compra de títulos no mercado aberto. Essa atitude, que gerou reação contrária do *Federal Reserve Board*, em Washington, impediu a iliquidez por parte dos bancos comerciais e o surgimento da desconfiança dos depositantes (FRIEDMAN; SCHWARTZ, 2008, p. 299-305).

Em outubro de 1930, todavia, ocorreu a primeira crise bancária, quando vários bancos decretaram falência. Neste contexto, o pânico começou a se propagar na economia:

[A] contagion of fear spread among depositors, starting from the agricultural areas, which had experienced the heaviest impact of bank failures in the twenties. But such contagion knows no geographical limits. The failure of 256 banks with \$180 million of deposits in November 1930 was followed by the failures of 352 with over \$ 370 million of deposits in December, the most dramatic being the failure on December 11 of the Bank of United States with over \$200 million of deposits (FRIEDMAN; SCHWARTZ, 2008, p. 308).

A falência do *Bank of United States* provocou discussões sobre a responsabilidade do *Federal Reserve*. Entre dezembro de 1930 e abril de 1931 aconteceram várias reuniões entre o Conselho de Governadores (*Federal Reserve Board*), o *Federal Open Market Committee* (FOMC) e os doze presidentes do *Federal Reserve Banks* regionais para tratar sobre este assunto. Era consenso que as falências bancárias tinham abalado a confiança dos depositantes não só nos bancos comerciais, mas também no *Federal Reserve System*. O embate centrou-se nas medidas que poderiam ser tomadas para evitar número ainda maior de falências bancárias (FRIEDMAN; SCHWARTZ, 2008; 357-358).

O *Federal Bank of New York*, dentre outros, defendia as operações de mercado aberto, como já tinha feito em episódios anteriores de queda do mercado de ações, através de um programa de compra de títulos com o objetivo de fornecer reservas monetárias ao sistema bancário durante a fase de pânico. Já a maioria dos demais participantes do *Federal Reserve System* se opuseram, por considerar que as falências bancárias foram um problema de mau gerenciamento dos bancos ou más práticas bancárias, não sendo responsabilidade do *Federal Reserve*. Para Friedman e Schwartz (2008), a luta política no interior do FED e a morte

prematura de Benjamin Strong foram às causas principais para a passividade do *Federal Reserve* em relação às ondas de falências bancárias.

A depressão tornou-se grave, na interpretação de Friedman e Schwartz (2008), porque o FED não forneceu liquidez suficiente na forma de reservas bancárias durante a contração inicial, assim como durante toda a Grande Depressão. Para os autores, uma ação de aumento no estoque de dinheiro por parte das autoridades monetárias teria ajudado nas dificuldades bancárias, ou seja, a moderação no declínio de estoque de dinheiro teria reduzido a gravidade das contrações. Seria pouco provável, afirmam Friedman e Schwartz, que a renda pudesse diminuir em mais da metade e os preços por mais de um terço ao longo de quatro anos, se não tivesse havido queda no estoque de dinheiro.

Ao todo foram três crises bancárias no decorrer da Grande Depressão. Segundo Friedman e Schwartz (2008), durante as crises as ondas de falências foram criadas por contágio do medo produzido pela iliquidez dos bancos comerciais que, por sua vez, contribuiu para o declínio drástico no estoque total de moeda, o qual registrou, aproximadamente, retração de um terço entre agosto de 1929 e março de 1933. Já os depósitos nos bancos comerciais caíram mais de 42 por cento em valor absoluto, cerca de 18 bilhões de dólares no mesmo período.

The Bank failures were important not primarily in their own right, but because of their indirect effect. If they had occurred to precisely the same extent without producing a drastic decline in the stock of money, they would have been notable but not crucial (FRIEDMAN; SCHWARTZ, 2008, p. 352).

Portanto, o cerne da explicação de Friedman e Schwartz para as razões que levaram a recessão de 1929 a se transformar na Grande Depressão localiza-se na onda de falências bancárias, entre outubro de 1930 e março de 1933, agravada pela inércia do FED. Esses eventos reduziram drasticamente o estoque de moeda e as autoridades monetárias foram incapazes de combater esse movimento contracionista com operações de *open market* e empréstimos ao setor bancário, provocando assim forte queda na atividade econômica dos Estados Unidos e, por consequência, no plano internacional (PRADO, 2009).

2.5.3 CHARLES P. KINDLEBERGER

O economista norte-americano Charles P. Kindleberger, em seu livro *The World in Depression 1929-1939*, publicado em 1973, enfatizou que a depressão não pode ser explicada pela economia de um só país, haja vista terem se concentrado na Europa os piores efeitos

políticos e econômicos da depressão devido a ausência de uma liderança econômica na esfera internacional (HELLER, 2009).

Na ótica de Kindleberger (2013), a Grande Depressão de 1929 foi tão profunda, tão extensa e tão longa por conta da instabilidade do sistema econômico internacional devido à incapacidade da Grã-Bretanha e a relutância dos Estados Unidos de atuarem como uma força estabilizadora do sistema econômico internacional. O sistema econômico internacional do entreguerras mostrou-se altamente instável porque nenhum país assumiu o papel de liderança econômica, a qual envolveria o exercício de três funções essenciais.

A primeira função que um país hegemônico deveria assumir estaria relacionada com o fornecimento de empréstimos contra-cíclicos de longo prazo. A segunda função consistiria em atuar como prestador de última instância, garantindo liquidez nas crises econômicas. A Inglaterra, entre os anos de 1873 e 1914, havia sido o país responsável por estas duas funções, ou seja, pelo provimento de empréstimos estrangeiros a fim de estabilizar o sistema. Durante a Grande Depressão, porém, a Inglaterra já não conseguiu cumprir estas funções. Isso porque, desde o final da I Guerra Mundial, o país sofria com problemas de produtividade interna e de balança comercial, que foi prejudicada ainda mais depois da tarifa *Smoot-Hawley* de 1930. Além dos problemas comerciais com o exterior, a elevação das taxas de juros nos Estados Unidos, bem como a concentração de reservas internacionais pelo FED e na França provocaram a fuga de ouro da Inglaterra, dificultando ainda mais a manutenção de sua taxa de câmbio que já se mostrara apreciada em comparação com o nível do pré-guerra (KINDLEBERGER, 2013, p. 292-294)

Durante o *boom* da década de 1920, os Estados Unidos, até certo ponto, cumpriram o papel de estabilizador internacional, fornecendo empréstimos ao estrangeiro. Contudo, esses empréstimos estavam positivamente correlacionados com o investimento interno norte-americano. A partir do final da década de 1920, com o boom do movimento especulativo em *Wall Street*, os recursos destinados ao exterior refluíram ao país, prejudicando assim o financiamento da economia internacional. Segundo Kindleberger (2013), mesmo que os Estados Unidos tivesse atuado como uma liderança econômica, disponibilizando capital anticíclico, a depressão seria grave, mas talvez não tão prolongada.

A terceira função que um país líder deveria assumir para manter a estabilidade econômica, podendo ser considerado como outra forma de financiamento, estaria relacionado à manutenção um mercado relativamente aberto para as mercadorias sob pressão. Essa função foi prejudicada pelo aumento generalizado das tarifas, primeiramente nos Estados Unidos e, após, nos demais países, a partir de 1930. Apesar de a Conferência Econômica Mundial de

1927 ter recomendado que todos os países adotassem uma trégua tarifária, os Estados Unidos em 1930, com o objetivo de dar proteção à agricultura nacional, promulgaram a lei *Smoot-Hawley*, sobretaxando as importações. Essa atitude norte-americana deu origem a uma série de proteção e restrições a importações nos demais países pelo mundo. Com a retaliação tarifária e a depreciação competitiva das moedas nacionais, todos os países saíram perdendo, mostrando que a economia mundial estava desprovida de uma liderança capaz de reorganizar as relações econômicas (KINDLEBERGER, 2013, p. 293-294). Como descreve o próprio Kindleberger:

The 1929 depression was so wide, so deep and so long because the international economic system was rendered unstable by British inability and United States unwillingness to assume responsibility for stabilizing it in three particulars: (a) maintaining a relatively open market for distress goods; (b) proving counter-cyclical long-term leading; and (c) discounting in crisis (KINDLEBERGER, 2013, p. 291).

Kindleberger (2013) destaca que a falta de liderança no fornecimento de empréstimos de longo prazo contra-cíclico, a falta de um prestador de última instância e a falta de um mercado aberto para mercadorias sob pressão tornou o sistema instável. A gravidade da crise internacional, com implicações para todos os países, explica-se pela herança da guerra, especialmente a combinação de reparações, dívida de guerra, sobrevalorização da libra e a desvalorização do franco francês, consumada oficialmente em 1927.

Kindleberger (2013) destaca igualmente que a França, em busca do seu interesse nacional, mostrou-se uma força desestabilizadora no contexto internacional. O aperto da política monetária francesa drenou considerável quantidade de ouro do mundo para o banco central francês, o Banque de France, aumentando a pressão sobre os demais bancos centrais. Diferentemente dos países pequenos e dos mais industrializados como Inglaterra e Estados Unidos, a França do entreguerras não era grande o suficiente para ter a responsabilidade de estabilizar o sistema, nem pequena o suficiente para não influenciá-lo.

Logo, os problemas da Europa e do mundo no período entreguerras envolveram mais do que uma falta de cooperação, revelando a ausência de uma liderança capaz e disposta a assumir os interesses das potências menores e o funcionamento do sistema econômico internacional, agindo como credor e consumidor de última instância. Na avaliação de Kindleberger (2013), os Estados Unidos eram o único país capaz de exercer a liderança econômica, mas permaneceram insensíveis aos problemas internacionais devido às suas preocupações domésticas. Uma vez que a liderança não foi assumida, o novo padrão câmbio-ouro passou a transmitir os problemas econômicos, monetários e financeiros, de um país para o outro.

2.5.4 BARRY EICHENGREEN

Eichengreen concorda com Kindleberger que o regime do padrão-ouro era estável antes da Primeira Guerra Mundial, tornando-se, contudo, instável no período entreguerras. Eichengreen atribui tal instabilidade do sistema econômico à falta de cooperação internacional entre os governos e os bancos centrais no desiderato de manter o regime padrão-ouro, e não a uma falta de liderança internacional (HELLER, 2009).

Conforme Eichengreen (1995), o sucesso da reconstrução do padrão-ouro no entreguerras passava pela superação dos problemas de ajustamento e da liquidez. A solução para esses problemas seria a cooperação internacional. Por exemplo, a redução da taxa de juros e a expansão do crédito por parte de um país superavitário ajudariam o ajustamento dos países deficitários, pois estes não seriam forçados a contrair crédito para restabelecer o equilíbrio externo, não intensificando, assim, a pressão deflacionária na economia mundial.

O problema do ajustamento encontra-se relacionado à conversibilidade da moeda em ouro, pois para os países que retornaram ao padrão-ouro com taxas de câmbio supervalorizadas, era necessária uma redução dos salários, preços e despesas nacionais para eliminar os *déficits* na balança comercial. Já para os países que adotaram uma taxa de câmbio subvalorizadas, fazia-se mister uma elevação dos salários, preços e despesas para eliminar os excedentes da balança de pagamentos, ajudando a aliviar a pressão sobre os países deficitários (EICHENGREEN, 1995, p. 203-204).

Outro problema que ameaçou desestabilizar o funcionamento do padrão-ouro foi a falta de liquidez devido a escassez mundial do ouro, pois, considerando-se que o volume de reservas mundiais de ouro revelou-se insuficiente para suportar o nível de preços praticados. Para Eichengreen (1995), o verdadeiro problema não era a insuficiência de ouro, e sim a sua má distribuição internacional. A redistribuição do ouro de países que detinham grandes reservas, como os Estados Unidos e a França, para países com demandas insatisfeitas poderiam aliviar o problema da escassez do metal.

A cooperação entre os bancos centrais, na avaliação de Eichengreen (1995), assim como ocorrera antes da I Guerra Mundial, teria sido a solução para os problemas de liquidez e de ajustamento das contas externas, pois os bancos centrais, ao aumentarem ou diminuírem simultaneamente as suas reservas, poderiam amenizar o problema da liquidez e estabilizar o nível de preços. Com a cooperação no crédito de última instância, os bancos centrais poderiam se ajudar e enfrentar os problemas comerciais mais graves, evitando que o sistema de padrão-ouro fosse afetado pelo colapso de seus elos mais fracos.

Em 1924 e 1927, na análise de Eichengreen (1995), verificaram-se alguns exemplos de cooperação internacional. Os Estados Unidos, através do FED, reduziram a taxa de desconto para ajudar os países que buscavam reconstruir suas reservas a fim de estabilizar suas moedas. Entretanto, essas medidas tomadas estavam em consonância com a política nacional do FED de aumentar o crédito interno com a intenção de combater a recessão interna.

A partir de 1927, como mencionado, a política monetária dos Estados Unidos começou a seguir uma direção mais restritiva devido à intensa especulação do mercado de ações. De acordo com Eichengreen (1995), o declínio de cooperação entre os bancos centrais, a partir de 1928, foi o responsável pelos problemas encontrados no padrão-ouro do período entreguerras. Eichengreen (1995) também atribuiu o declínio da cooperação entre os países do padrão-ouro a morte de Benjamin Strong⁸ em 1928. Strong e Montagu Norman⁹ tinham uma forte amizade que forneceu uma base natural para a cooperação, visto que, Norman era a favor da cooperação entre os bancos centrais e conseguiu convencer o Strong, mais cético a cooperação, que tal atitude era importante para o bom funcionamento do padrão-ouro. Quando George L. Harrison assumiu o lugar de Strong na *Federal Reserve Bank of New York* a boa relação entre os bancos centrais desapareceu.

No primeiro semestre de 1928, o FED não levou em consideração o cenário internacional e diminuiu o crédito interno em resposta ao *boom* do mercado de ações, que para o FED era a principal ameaça à prosperidade nacional.

A reduction in interest rates in New York seemed more timely. But the Fed feared that such a move would only fuel the Wall Street boom, which in the eyes of many had already reached dangerous levels. Instead of reducing them, the Fed raised reserve bank discount rates in the first half of 1928. The Fed's pursuit of contractionary initiatives was all the more remarkable in light of the state of the U. S. economy (EICHENGREEN, 1995, p. 217).

Como resultado da elevação da taxa de juros norte-americana, Eichengreen (1995) argumenta que Nova Iorque tornou-se o destino para o capital de curto prazo, em vez de ser a fonte. Dessa forma, a política monetária restritiva dos Estados Unidos aumentou a pressão sobre a balança de pagamento dos países devedores. Nessa situação, tais países também foram obrigados a fazer uma política monetária restritiva levando a redução do nível de atividade econômica. Para Eichengreen (1995) a Grande Depressão começou antes do crash em *Wall Street*, haja vista que a atividade econômica já estava em declínio em boa parte da Europa Central, América Latina e Oriente. A política monetária restritiva do FED, a partir de 1928, forçou os bancos centrais estrangeiros a aumentar a taxa de juros e restringira a

⁸ Governador do Banco Central de Nova Iorque entre os anos de 1914 e 1928.

⁹ Governador do Banco Central da Inglaterra entre os anos de 1920 e 1944.

disponibilidade de crédito com o objetivo de defender suas paridades de ouro. Na descrição de Eichengreen (1995, p. 222), “the monetary retrenchment by the Fed in 1928-1929 had such powerful effects because it provoked even more dramatic monetary retrenchment in other countries through the operation of the international gold standard”.

Assim, as razões da contração global, segundo Eichengreen (1995), encontravam-se na política monetária restritiva dos Estados Unidos para conter a especulação excessiva do mercado de ações e no resultante declínio da atividade econômicas da maioria dos países. A política monetária restritiva norte-americana impulsionou políticas similares em todo o mundo devido ao sistema monetário internacional baseado no padrão-ouro que amarrou as taxas de câmbio e, por consequência, o destino econômico dos diferentes países. Portanto, como explica Eichengreen (1995), o regime de padrão câmbio-ouro do entreguerras foi crucial para o surgimento da Grande Depressão por transmitir os choques econômicos entre os países e, ademais, pelo fato de as autoridades monetárias não estarem dispostas a fazer políticas expansionistas temendo perder as suas escassas reservas de ouro.

2.6 A GRANDE DEPRESSÃO DE 1930

Uma visão abrangente das razões da Grande Depressão deve levar em conta elementos advindos das diferentes interpretações. Neste sentido, é importante destacar que todos os autores mencionados reconhecem que as economias norte-americana e mundial já apresentavam sinais da existência de capacidade ociosa e desaceleração da atividade produtiva antes da quebra da Bolsa de Nova Iorque.

Conforme Kindleberger (2013), o *crash* levou a uma corrida por liquidez devido a redução do crédito pelos bancos, dos estoques pelas empresas e dos ativos pelas famílias. O resultado da busca por liquidez foi o declínio dos gastos, levando a uma queda da produção industrial e dos preços das commodities.

Buscando reverter o quadro depressivo de incerteza sobre o curso futuro da economia, de contração do crédito e deflação dos preços, o FED promoveu uma política monetária de sucessivas reduções da taxa de juros. Contudo, conforme ressaltado por Friedman e Schwartz (2008), tal redução da taxa de juros não se mostrou suficiente. Era necessário, além disso, uma política monetária expansionista de *open market*, de modo a aumentar a oferta monetária. Neste momento, na compreensão de Mazzucchelli (2009), evidenciam-se os limites da política monetária, uma vez que ela não evitou que as perspectivas pessimistas aumentassem a

propensão a entesourar, enquanto as políticas expansionistas que poderiam ser adotadas pelo governo ainda esbarravam na crença ordodoxa do orçamento equilibrado.

Na visão de Friedman e Schwartz (2008), o *Federal Reserve System* fez pouco para tentar conter o pânico bancário. Os problemas políticos entre o *Federal Bank of New York* e os demais participantes do *Federal Reserve System* foi uma importante fonte dessa inação.

As regras do padrão-ouro também foram outra fonte de inação do FED e dos demais bancos centrais, visto que impossibilitou qualquer ação efetiva dos bancos centrais em socorro aos bancos privados. Preocupados em manter o câmbio fixo a autoridades monetárias não intervieram através dos empréstimos de última instância em apoio ao sistema bancário (MAZZUCHELLI, 2009, p. 185).

A Grande Depressão, na avaliação de Mazzucchelli (2009), começou nos Estados Unidos, mas rapidamente se transformou em uma recessão econômica mundial devido às relações que haviam sido criadas entre os Estados Unidos e as economias europeias após I Guerra Mundial. Os Estados Unidos emergiram da guerra como o maior credor e financiador da Europa do pós-guerra, cujas economias tinham sido muito enfraquecidas pela guerra em si, por dívidas Aliadas, e, no caso da Alemanha e outras nações derrotadas, pela necessidade de pagar as reparações de guerra.

Então, com a queda da economia norte-americana, as políticas protecionistas e a queda da oferta de moeda e do crédito, os países europeus, dependentes dos créditos norte-americanos e não mais podendo com ele contar, em 1931, via padrão-ouro que ligava quase todos os países do mundo em uma rede de taxas de câmbio fixas, também experimentaram a chegada da depressão com as crises bancárias. Como observa Kindleberger (2013), a crise financeira na Europa começou em um pequeno centro financeiro europeu, em Viena na Áustria. O maior banco da Áustria, *Credit-Anstalt*, com dificuldades de pagamento, desencadeou uma série de crises financeiras na Alemanha, Inglaterra e outros países pela Europa.

A manutenção do padrão-ouro internacional exigiu uma enorme contração monetária em todo o mundo para coincidir com a que ocorreu nos Estados Unidos. O resultado foi uma queda na produção e os preços nos países em todo o mundo. A recuperação econômica variou de um país para o outro e o abandono do padrão-ouro foi um fator-chave (ROMER, 2003).

Os dados da tabela 3 indicam o tamanho do desastre econômico sofrido pelos Estados Unidos durante o período de 1929 a 1933, quando o declínio da demanda, pânico financeiro e políticas governamentais equivocadas culminaram na forte queda do PIB e da produção

industrial. O desemprego passou de 3,1% em 1929 para 24,7% em 1933, enquanto os preços ao consumidor passaram de 97,6 em 1929 para 75,2 em 1933.

Tabela 3- EUA: Indicadores Econômicos Seleccionados (1928-33)

Ano	PIB	Produção Industrial	Taxa de Desemprego (%)	Preços ao consumidor
1928	100	100	4,3	100
1929	106,1	111,7	3,1	100
1930	96	95,5	8,7	97,6
1931	88	80,2	15,8	89,1
1932	76,2	60,4	23,5	79,4
1933	74,7	70,3	24,7	75,2

Fonte: Mazzucchelli (2009; pág. 180)

2.7 A RECUPERAÇÃO ECONÔMICA: O NEW DEAL

Com a depressão instaurada a partir de fins de 1929 e há poucos meses no governo, o presidente republicano Herbert Hoover (1929-1933) tentou combater a Grande Depressão através de medidas que não produziram uma recuperação econômica. As principais deficiências da administração de Hoover, na análise de Walton e Rockoff (2010), foi a sua persistência em não criar um programa federal de alívio de trabalho, e o seu insucesso em pressionar o FED para expandir o dinheiro e o crédito.

A campanha presidencial norte-americana, em 1932, foi travada em um cenário de medo e descontentamento devido à grave crise econômica. Sob esse contexto de insatisfação popular com o governo de Hoover, o candidato democrata Franklin D. Roosevelt (1933-1941) saiu vitorioso das eleições (WALTON; ROCKOFF, 2010 p. 440). Roosevelt assumiu o poder no dia 4 de março de 1933 com expectativas otimistas por grande parte da população norte-americana, e trouxe com ele o *New Deal*, um programa de reformas sociais e econômicas prometido durante sua campanha presidencial. Este programa econômico adotado visava basicamente combater os efeitos da Grande Depressão. Mazzucchelli, a esse respeito, ressalta:

O *New Deal* não nasceu pronto: ele foi construído a partir das vicissitudes e das circunstâncias econômicas e políticas. Roosevelt não se pautou por nenhum “modelo”: o que havia apenas era a percepção, de certo modo abstrata, de que *algo* precisava se contrapor à operação cega e disruptiva das forças do mercado (MAZZUCHELLI, 2009, p. 197).

Conforme Hughes (1990), os programas sociais e econômicos do *New Deal* são geralmente divididos em duas partes, a saber, o Primeiro e o Segundo *New Deal*. O Primeiro

New Deal transcorreu de 1933 a 1934, em particular os primeiros “100 dias”, período de experimentação em que o Congresso aprovou diversas medidas do presidente Roosevelt. O Segundo *New Deal* sucedeu de 1935 a 1941, caracterizando-se por políticas de reformas sociais e grandes obras públicas.

Quando Roosevelt tomou posse da presidência dos Estados Unidos, o país encontrava-se na terceira onda de falências bancárias. Para conter a crise, o novo Presidente, com o apoio dos Governadores de Estado, decretou em 6 de março de 1933 o feriado bancário nacional, que se estendeu até o dia 13 de março de 1933. Logo após fechamento dos bancos de todo o país foi aprovada em uma sessão extraordinária do Congresso Americano a *Emergency Banking Act*, que proibiu a exportação de ouro e permitiu o governo, através da *Reconstruction Finance Corporation* (RFC), criada ainda no governo Hoover, fechar os bancos insolventes e abrir somente os bancos em condições de solvência. Outra importante medida foi adotada no dia 27 de maio de 1933, data em que foi promulgada a *Securities Act* com o objetivo de limitar o abuso na bolsa de valores, regulamentando a compra e venda de ações. (MAZZUCHELLI, 2009, p. 202).

Estas intervenções foram eficazes, pois os clientes voltaram a ter credibilidade no sistema bancário e, assim, os depósitos começaram a se recompor e rapidamente ultrapassaram os saques. Para devolver a tranquilidade definitiva à população, foi promulgada, em junho de 1933, a *Glass-Steall Act* que separou os bancos comerciais dos bancos de investimento e instituiu a *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), com objetivo de garantir os depósitos bancários e restabelecer a confiança do público nos bancos. O resultado deste conjunto de medidas destinadas a regulamentar o sistema bancário e financeiro foi uma significativa queda do número de falências bancárias (MAZZUCHELLI, 2009, p. 202-203).

Na interpretação de Hughes (1990), outra medida importante tomada por Roosevelt no seus primeiros "100 dias" consistiu na criação do *Agricultural Adjustment Act* (AAA) em maio de 1933, tendo por objetivo aumentar os preços das commodities agrícolas através do controle e delimitação das áreas plantadas. Para isso, o governo comprava as colheitas visando eliminar o excesso de oferta do mercado. Os preços agrícolas, segundo Mazzucchelli (2009), vinham crescendo desde fins do século XIX e, assim, os agricultores estimulados por tal valorização expandiram seus negócios, através da aquisição de novas terras e avanços tecnológicos que levaram ao aumento da produtividade e, conseqüentemente, uma expansão da oferta agrícola. Contudo, tal cenário mudou com o fim da I Guerra Mundial a dependência agrícola europeia chegou ao fim. Com a recuperação da agricultura europeia, o mercado

interno americano viu-se saturado diante da alta oferta de produtos agrícolas levando a agricultura norte-americana a uma situação delicada durante a década de 1920 e, adiante, de crise com o início da depressão.

Em 1936, o Supremo Tribunal declarou a inconstitucionalidade da AAA alegando que a referida lei regulava a produção agrícola. Entretanto, algumas partes foram mantidas no AAA II aprovada em 1938. Conforme Mazzucchelli (2009, p. 220) "A operação do AAA II durou apenas um curto período, já que as demandas decorrentes da guerra redefiniram os termos da questão agrícola e promoveram a elevação significativa dos preços". Após a implementação do *New Deal* e suas políticas de ajuda à agricultura, houve uma melhora dos preços e lucros recebidos pelos agricultores, embora continuassem eles abaixo do nível registrado em 1929.

Para Hughes (1990, p. 473), a parte mais ambiciosa do Primeiro *New Deal* residiu na *National Industrial Recovery Act* (NIRA), promulgada em 16 de junho de 1933 e tendo como objetivo regular a competição doméstica, na tentativa de aumentar os preços e estimular a recuperação econômica. Por meio da NIRA foi criada a *National Recovery Administration* (NRA), cujo objetivo envolvia "estabelecer novas diretrizes para a atuação da indústria no contexto da depressão" (MAZZUCHELLI, 2009, p. 224). Por meio da NRA, o governo deveria disciplinar a concorrência industrial através do controle de preços, fixação da margem de lucro e orientação dos investimentos, ou seja, caberia ao governo administrar de forma eficiente e racional a alocação dos recursos privados.

A NRA propôs a adoção dos *codes of fair competition* (códigos de concorrência leal) para cada indústria. Os códigos deveriam conter a guerra de preços e elevar, primeiramente, os salários com o objetivo de aumentar, posteriormente, os preços e a produção. Acreditava-se ser esta a melhor forma de combater a deflação dos preços. O aumento dos salários e do emprego seria alcançado mediante a fixação de salários mínimos e a diminuição da jornada de trabalho (MAZZUCHELLI, 2009, p. 225-226).

Quando, em maio de 1935, a Suprema Corte norte-americana declarou inconstitucional a NRA, o descrédito em relação aos seus códigos era total e seus resultados insignificantes. Como resposta à decisão da Suprema Corte, em julho de 1935, no período do Segundo *New Deal*, foi criada a *National Labor Relations Act*, também chamada de Wagner Act, que deu ampla liberdade de organização aos trabalhadores, onde os empregadores passaram a ser obrigados a negociar coletivamente com os representantes dos trabalhadores. Para garantir o cumprimento das regras estabelecidas foi criado a *National Labor Relations Board* (NLRB). Em agosto de 1935 foi promulgado um dos programas mais importantes de

todo o *New Deal*, o *Social Security Act* (SSA). Este programa estabeleceu em âmbito nacional o sistema de aposentadorias para os trabalhadores que alcançassem 65 anos de idade e de seguro-desemprego financiados através de um fundo de salários, sem qualquer participação do Tesouro (MAZZUCHELLI, 2009, p. 229-231).

Em 1938, mais uma legislação trabalhista do *New Deal* foi aprovada pelo Congresso. Trata-se da *Fair Labor Standard Act* (FLBA), que recuperou e ampliou as determinações estabelecidas no NIRA. A FLBA proibiu o trabalho infantil, estabeleceu um patamar mínimo para os salários, determinou a duração máxima da jornada de trabalho e criou o pagamento de horas extras. Além disso, para enfrentar o problema do desemprego, segundo Hughes (1990, p. 478), o *New Deal* produziu vários programas de alívio emergencial com objetivo de empregar os indivíduos que não conseguiam encontrar emprego no setor privado. Em março de 1933 foi criado o *Civilian Conservation Corps* (CCC) visando contratar jovens para a construção de pequenas represas, pontes, rodovias e atividades de reflorestamento no campo. Em maio do mesmo ano foi lançado o *Federal Emergency Relief Act* (FERA) e a *Tennessee Valley Authority* (TVA), ambas as medidas com o intuito de promover a recuperação econômica e a geração de empregos (MAZZUCHELLI, 2009, p. 236).

Criado através da NIRA em junho de 1933, a *Public Works Administration* (PWA) foi uma agência que tinha por finalidade coordenar e financiar execução de obras públicas de grande porte, como a construção de aeroportos, navios, rodovias e hospitais e escolas. Em novembro de 1933, a administração Roosevelt criou a *Civil Works Administration* (CWA), buscando criar emprego temporário para milhões de desempregados. Em maio de 1935 a *Works Progress Administration* (WPA) substituiu a FERA (MAZZUCHELLI, 2009, p. 236-237).

Uma dimensão do impacto dos programas de alívio emergencial é mostrada na Tabela 4. No ano de 1932, ano anterior ao ingresso de Roosevelt na Casa Branca, o país encontrava-se com 22,5 por cento da população ativa desempregada. Em 1933, o primeiro ano do *New Deal*, os programas de emprego emergencial conduzidos pelo governo empregara pouco mais de dois milhões de trabalhadores, representando 4,3 por cento da força de trabalho, proporcionando leve queda do desemprego. O ano de 1936 foi o auge dos programas de emprego emergencial, onde aproximadamente 3,8 milhões de pessoas foram beneficiadas, o que equivalia a sete por cento da força de trabalho. Apesar de tais programas terem gerado milhões de novos postos de trabalho, eles nunca empregaram pessoas suficientes para fazer mais do que moderar os níveis de desemprego durante a depressão. Como pode ser visto na tabela abaixo, a taxa de desemprego só chegou a patamares realmente baixos a partir da

entrada dos Estados Unidos na Segunda Guerra Mundial, em 1941 (MAZZUCHELLI, 2009, p. 234-235).

Tabela 4 - EUA: Desemprego e Emprego Emergencial (1929-43)

Ano	Desempregados (em milhares)	Desempregados (Em % da população ativa)	Emprego Emergencial (em milhares)	Emprego Emergencial (em % da força de trabalho)
1929	1.550	3.2	0	0,0
1930	4.320	8.7	20	0.0
1931	7.721	15.3	299	0.6
1932	11.468	22.5	592	1.2
1933	10.635	20.6	2.195	4.3
1934	8.366	16.0	2.974	5.7
1935	7.523	14.2	3.087	5.8
1936	5.286	9.9	3.744	7.0
1937	4.937	9.1	2.763	5.1
1938	6.799	12.5	3.591	6.6
1939	6.225	11.3	3.255	5.9
1940	5.290	9.5	2.830	5.1
1941	3.351	6.0	2.209	3.9
1942	1.746	3.1	914	1.6
1943	985	1.8	85	0.2

Fonte: Walton e Rocoff (2010, p. 444).

Portanto, o *New Deal* implementado pelo presidente Roosevelt representou uma nova visão administrativa do governo norte-americano, uma vez que implementou medidas destinadas a apoiar e regulamentar o sistema bancário e financeiro, medidas de socorro e estímulo à agricultura, medidas voltadas para a recuperação da indústria e o desenvolvimento regional, medidas ligadas à criação imediata de empregos, ao apoio aos mais necessitados e à redução da carga de endividamento das famílias e medidas associadas ao abandono do padrão-ouro (MAZZUCHELLI, 2009, p. 204).

2.8 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Por meio deste capítulo, buscou-se principalmente apresentar as diferentes interpretações no debate a respeito da Grande Depressão de 1930 para tentar compreender as suas causas. Todos os autores citados reconheceram a importância da quebra da Bolsa de Nova Iorque no dia 24 de outubro de 1929 como estopim da crise. Para eles, contudo, dentre

os vários fatores possíveis, o principal foi a existência de capacidade ociosa e a desaceleração da atividade produtiva da economia norte-americana e mundial antes da quebra da Bolsa. Além deste fator, os autores também destacam a instabilidade do padrão câmbio-ouro como regime monetário vigente na época.

Franklin D. Roosevelt assumiu a presidência dos EUA no dia 4 de março de 1933 e implementou o *New Deal*, um programa de reformas sociais e econômicas prometido durante sua campanha presidencial. Ampliou-se assim a intervenção e regulação do governo sobre a economia, bem como o aumentaram-se os gastos públicos. Apesar de tais iniciativas, no entanto, a crise mundial da década de 1930 terminaria apenas com a eclosão da II Guerra Mundial.

A Grande Depressão de 1930 explicitou a incapacidade de ajuste automático das economias capitalistas, representando um marco crucial para a mudança de condução de políticas econômicas. Foi neste cenário que Keynes, em 1936, publicou a sua principal obra, a Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, em oposição às ideias ortodoxas que não se mostraram capazes de resolver os problemas presentes. Neste livro, é apresentado o conceito de demanda efetiva para explicar o alto número de desempregados em consequência da crise de 1929, como será tratado nos capítulos seguintes.

3 - KEYNES, A TEORIA GERAL E AS POLÍTICAS ECONÔMICAS.

3.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS

Na segunda seção deste segundo capítulo apresentar-se-á a base de sustentação teórica da economia ortodoxa, ou seja, a Lei de Say, que se manteve inquestionável por mais de um século até a crise econômica de 1929-1933. Esta Lei postula que a demanda agregada é consequência da criação da oferta. A suposição da Lei de Say sob o regime do *laissez-faire*, juntamente com a hipótese de utilização da moeda somente como meio de troca, conduziria necessariamente ao pleno emprego (utilização plena dos fatores produtivos, dentre eles o trabalho) e, portanto, à impossibilidade da ocorrência de crises econômicas de longa duração, não sendo necessário recorrer à intervenção do governo para a superação de eventuais desajustes da economia.

A terceira seção tem como objetivo expor as principais visões da teoria do ciclo desenvolvidas na Universidade de Cambridge no entreguerras, em especial a de Keynes e sua percepção a acerca da importância da estabilidade dos preços como meta de política monetária, bem como da importância de um programa de gastos em obras públicas durante uma crise econômica. Além disso, comenta-se a evolução da teoria do multiplicador, cujo principal expoente foi Richard F. Kahn através do seu trabalho pioneiro *The Relation of Home Investment to Unemployment*, publicado em 1931.

A quarta seção retrata as ideias de Keynes contida na Teoria Geral e que se contrapõem à teoria ortodoxa até então prevalecente. Keynes explica que o nível de emprego é determinado no mercado de bens e serviços pelas expectativas de curto prazo dos empresários. O nível da demanda efetiva depende das despesas em consumo, ligadas ao nível de renda, e dos gastos em investimento. Este último, por sua vez, depende da relação entre a eficiência marginal do capital e a taxa de juros. Sendo a taxa de juros mais rígida, devido às características peculiares da moeda, é a eficiência marginal do capital, baseada nas expectativas de longo prazo, a principal determinante do investimento.

Na quinta e última seção são apontadas as possíveis recomendações de políticas monetária e fiscal na *Teoria Geral*. Sendo a economia monetária capitalista essencialmente instável, tendente ao desemprego e às crises cíclicas devido às flutuações da eficiência marginal do capital, Keynes sugere a intervenção estatal através de uma política de reduzida taxa de juros. Contudo, durante a depressão, quando a eficiência marginal do capital pode declinar tanto que dificilmente é possível corrigi-la através da redução da taxa de juros,

Keynes propôs a intervenção do Estado por meio dos gastos públicos como forma de manter a produção e o emprego.

3.2 A LEI DE SAY E A MUDANÇA DO PENSAMENTO ECONÔMICO NA TRANSIÇÃO DOS SÉCULOS XIX E XX.

A Lei dos Mercados de Say, ou simplesmente Lei de Say, que serve de base para todo o arcabouço da teoria clássica¹⁰ e neoclássica¹¹, foi originalmente formulada¹² pelo economista francês Jean-Baptiste Say. A concepção de Say foi enraizada no pensamento econômico ortodoxo a partir de sua aceitação e aplicação pelo economista inglês David Ricardo, uma vez que Ricardo, juntamente com o seu antecessor Adam Smith, foram os autores que maior influência exerceram sobre a evolução da Economia Política Clássica (MIGLIOLI, 1981, p. 1). A concepção de Say também seria reforçada pelo economista britânico John Stuart Mill em sua obra *Principles of Political Economy*, de 1848. De acordo com Gentil Corazza: "John Stuart Mill representa um momento de transição entre duas escolas de pensamento econômico: a escola clássica e a neoclássica" (Corazza, 1986, p. 53).

Apesar de seus críticos, dentre eles destacam-se o inglês Thomas Malthus¹³ e o alemão Karl Marx, a lei de Say permaneceu hegemônica na formulação da política econômica por mais de um século e meio até o advento da Grande Depressão de 1929-1933. No entendimento de Jorge L. Miglioli (1981, p. 4), a razão para tal fenômeno deveu-se ao comodismo intelectual da economia ortodoxa neoclássica. Muitos economistas desta escola, consciente ou inconscientemente, adotaram os princípios estabelecidos por esta Lei sem questioná-la, tornando-a um postulado da economia.

A partir da Teoria Geral Keynes demonstrou que a insuficiência da demanda foi a principal causa da recessão e do desemprego, indo de encontro a Lei de Say. No decorrer do livro, publicado em 1936, Keynes simplifica a Lei de Say através da expressão "a oferta cria

¹⁰ Convencionou-se chamar de economia clássica, apesar de não ser unânime entre os diversos autores, o período compreendido entre 1770 a 1870, tendo como origem a produção teórica do inglês Adam Smith. Outros estudiosos foram importantes para o desenvolvimento da economia clássica como Jean Baptiste Say, David Ricardo, Thomas Malthus, John Stuart Mill entre outros (FIANI, 1990).

¹¹ Os neoclássicos ou marginalistas baseiam-se no conceito de utilidade marginal. Essa nova corrente de pensamento surge a partir a partir do final do século XIX com os trabalhos do inglês Stanley Jevons, do francês Leon Walras e do austríaco Karl Menger. Além desse grupo de economistas, outros estudiosos também representaram a escola neoclássica como Arthur Pigou, John Richard Hicks, Vilfredo Pareto, Irving Fischer, Alfred Marshall entre outros (CORAZZA, 1986, p. 63).

¹² Segundo Marx a Lei de Say foi originalmente formulada por James Stuart Mill pai de John Stuart Mill (MIGLIOLI, 1981, p. 1).

¹³ Malthus não era crítico do capitalismo. Sua teoria ganhou projeção justamente porque destacava a fragilidade do sistema. Para ele, a produção não gerava uma demanda efetiva equivalente, tornando a crise não somente possível como real (CORAZZA, 1986, p. 43).

sua própria demanda”, interpretando-a que não há excesso de produção, visto que as mercadorias são trocadas por outras mercadorias, onde o objetivo da produção é a própria obtenção do produto. Assim, a análise foi desenvolvida considerando uma economia mercantil simples ou de escambo, no qual o dinheiro é usado apenas como meio de troca. Desta forma, não existe qualquer restrição à expansão da demanda agregada, a não ser a limitação da própria produção (força de trabalho e meios de produção) (MIGLIOLI, 1981, p. 8-9) Essa hipótese pode ser verificada através das palavras do próprio economista francês:

É bom observar que um produto acabado oferece, a partir deste instante, um mercado para outros produtos equivalente a todo o montante de seu valor. Com efeito, quando o último produtor acabou um produto, seu maior desejo é vendê-lo para que o valor desse produto não fique ocioso em suas mãos. Por outro lado, porém, ele tem igual pressa em desfazer-se do dinheiro que sua venda lhe propicia, para que o valor do dinheiro tampouco fique ocioso. Ora, não é possível desfazer-se do dinheiro, senão comprando um produto qualquer. Vê-se, portanto, que só o fato da criação de um produto abre, a partir desse mesmo instante, um mercado para outros produtos (SAY, 1833, p. 143).

De acordo com Willian Baumol (1977) e Steven Kates (1997) a lei de Say é um conjunto de ideias muito mais complexo do que "a oferta cria sua própria demanda" exposta por Keynes. Para os autores, a Lei de Say não significava uma identidade, na qual uma quantidade de mercadoria constitui automaticamente uma demanda, tornando uma superprodução geral de bens e serviços logicamente impossível e, sim, uma igualdade, admitindo em breves períodos de tempo um desequilíbrio entre demanda e oferta total, mas que haviam forças de equilíbrios confiáveis que igualavam-nas novamente. Dessa forma, a Lei de Say não excluía a possibilidade haver períodos breves de recessão. Contudo, esses períodos de instabilidade econômica ocorreria devido a uma falha de coordenação da produção, provocando um excesso parcial de produtos e, não devido a uma deficiência da demanda.

Como os produtos criados na economia como um todo são de diferentes tipos, pode haver, em situações particulares e em caráter temporário, um excesso de produção ou uma deficiência de demanda. Desta forma, é admitida a existência de uma produção que não tenha encontrado o seu mercado consumidor. Mas isso ocorre em setores isolados e em períodos específicos, cuja solução clássica é a suposição da mobilidade de capitais dos setores com excesso de produção para aqueles onde existe uma deficiência de demanda, não havendo assim, possibilidade de propagação dessa disparidade entre oferta e demanda para a economia em geral (MIGLIOLI, 1981, p. 14-15). Portanto, em conformidade com Baumol (1977), qualquer excesso de oferta do mercado ou uma subprodução são eliminados pela mobilidade

de capital. Logo, na economia como um todo, a demanda global acaba sendo igual à oferta global, e assim não poderá haver uma superprodução geral.

A função do dinheiro é de extrema importância para economia ortodoxa. Uma vez que o dinheiro é encarado simplesmente como um meio de troca¹⁴, ele não influencia o processo de produção e circulação. Para Baumol (1977), a produção de bens é a principal determinante e não a oferta de dinheiro. O dinheiro facilita o comércio, mas não determina as quantidades de bens que são trocadas. Conforme Miglioli (1981), como nenhum indivíduo retém moeda, pois se trata apenas de um meio de troca, o poder de compra não pode ser reduzido. A única forma do poder de compra ser reduzido é se um indivíduo deixasse de gastar o dinheiro ganho no processo de produção. Mas isso, segundo a Lei de Say, não ocorre, visto que se o dinheiro não for usado por um indivíduo, será emprestado para outro, o qual o gastará na forma de novos investimentos.

Além da impossibilidade de crises econômicas, as outras conclusões tiradas a partir da Lei de Say foram a de pleno emprego, a relação de dependência entre lucros e salários e a identidade entre poupança e investimento. Como, na formulação de Ricardo, a demanda é ilimitada e determinada pela oferta agregada, o único limite da demanda é volume de produção. Os obstáculos ao crescimento da produção são os volumes de força de trabalho e meios de produção (MIGLIOLI, 1981 p. 20).

O volume de trabalho é determinado pela própria produção. Por exemplo, quando ocorre um aumento da acumulação de capital, sucede também um aumento da demanda por trabalho e, assim, eleva-se a taxa de salário. Com este cenário, as condições de vida melhoram e as famílias se tornam mais numerosas. Com o conseqüente aumento na oferta de trabalho, o salário tende a cair até que atinja o seu nível natural, correspondente ao preço natural do trabalho. Caso tenha lugar uma contração na acumulação de capital, o processo ocorrerá em sentido inverso (MIGLIOLI, 1981, p. 21).

Contudo, esta análise clássica de ajustamento contínuo levando a economia para o pleno emprego se refere a um processo de longo prazo. Para explicar a conservação do pleno emprego a curto prazo, sem abrir mão da Lei de Say, os economistas neoclássicos abandonaram a concepção clássica do preço natural do trabalho, e passaram a explicar o nível

¹⁴ O pressuposto de que a moeda é fundamentalmente um meio de troca (não há entesouramento) e a sua quantidade existente na economia afeta apenas o nível geral de preços, deriva da Teoria Quantitativa da Moeda. Esta se baseia na equação de trocas, ao afirmar que a quantidade de moeda nominal multiplicada pela velocidade de circulação da moeda é igual ao nível geral de preços multiplicado pela renda ou produto real (FERRARI FILHO, 2006, p. 22-23).

de salário pelo ponto de equilíbrio entre oferta e demanda de trabalho, juntamente com o conceito de perfeita substituição dos fatores de produção (MIGLIOLI, 1981, p. 22).

Bresser-Pereira (1976) argumenta que com a teoria neoclássica, a demanda e a oferta de trabalho passaram a ser explicadas pelo princípio marginalista, sendo a oferta por trabalho determinada pela desutilidade marginal do trabalho, onde os assalariados maximizam a utilidade total igualando salário real e desutilidade do trabalho. Já a demanda por trabalho seria explicada pela produtividade marginal do trabalho, onde os empresários maximizam o lucro igualando produtividade marginal do trabalho com o custo marginal do trabalho. Desta forma, considerando a hipótese do mercado ser concorrencial e o preço do trabalho variável, tem-se uma nova explicação para o mecanismo automático de manutenção do pleno emprego.

Outro limite à expansão da produção é a queda dos lucros. A teoria dos lucros desenvolvida por Ricardo e incorporada pela economia neoclássica depende dos preços e dos salários. Contudo, como os preços são dados, pois são determinados pela oferta e demanda em condições de concorrência perfeita, os lucros não só dependem, como mantém uma relação inversa com os salários. Ou seja, um aumento (diminuição) do salário corresponde necessariamente uma diminuição (aumento) dos lucros (MIGLIOLI, 1981, p. 27-28).

Nada garante, na visão de Miglioli (1981), que toda produção gerada no nível de pleno emprego será demandada. Para garantir isto, os economistas clássicos consideram uma relação importante entre poupança e investimento. Tanto para Ricardo como para Stuart Mill, um ato de poupança implica automaticamente em um ato de investimento. Neste contexto, Possas (1987) reforça que os clássicos assumiam uma identidade, e não um equilíbrio, entre poupança e investimento. No entanto, os economistas neoclássicos, consideram a igualdade entre o investimento total e a poupança total como estando assegurada através das variações na taxa de juros.

A taxa de juros seria determinada pela oferta e demanda de fundos emprestáveis, em que a poupança corresponde à oferta de crédito e o investimento à demanda por fundos. Assim, em um nível agregado, se por um motivo qualquer a poupança for maior que o investimento, isso provocará uma queda da taxa de juros, até que os níveis de poupança e de investimento se igualem novamente. Dessa forma, a taxa de juros é determinada pela Teoria dos Fundos de Empréstimos (T. F. E.), sendo a taxa de juros, em nível agregado, determinada endogenamente pela demanda e oferta de fundos emprestáveis (OREIRO, 1999).

Para os economistas neoclássicos, o desemprego é caracterizado por uma anormalidade do funcionamento da economia, com origem nas restrições institucionais ao livre funcionamento do mecanismo de mercado, como por exemplo, a intervenção estatal e os

altos salários devido a pressões de sindicatos (CORAZZA, 1986, p. 65-74). Como para os adeptos da Lei de Say toda produção existente corresponde sempre a uma demanda de igual valor, a intervenção do governo por meio dos gastos públicos representaria apenas transferências de despesas do setor privado para o setor público. Além disso, os gastos públicos eram vistos como improdutivos, enquanto os gastos individuais se dividiam em improdutivos (consumo) e produtivos (investimento) (MIGLIOLI, 1981, p. 37).

Dessa forma, para os economistas clássicos, a intervenção do Estado por meio de tributos sobre o consumo dos indivíduos significava apenas uma transferência de gastos improdutivo dos indivíduos para o Estado. Contudo, se os tributos incidirem sobre o investimento ocorrerá uma transferência de gastos produtivos para improdutivo, prejudicando a economia como um todo. Os tributos sobre a poupança também não era bem vistos, uma vez que, provocariam queda na acumulação de capital, permitindo a conversão de um gasto produtivo para o gasto improdutivo do Estado (MIGLIOLI, 1981, p. 40-42).

Além dos tributos, o governo pode financiar seus gastos através da emissão monetária e do endividamento público. Para os clássicos, ambos não exercem qualquer efeito positivo sobre a economia. Apesar de a emissão monetária aumentar o poder de compra do governo, ela não aumenta o poder de compra total, pois este é determinado pela produção. Logo, o resultado desta intervenção é a diminuição dos gastos dos indivíduos e o aumento da inflação (MIGLIOLI, 1981, p. 36-37).

Portanto, a aceitação da Lei de Say junto com a utilização da moeda somente como meio de troca, na interpretação de Corazza (1986, p. 45-46) tem como consequências a impossibilidade das crises, o pleno emprego e a garantia do bem-estar para todos os agentes econômicos, sem precisar recorrer à intervenção do governo. Para tanto, a teoria clássica, de acordo com Bresser-Pereira (1976), parte do pressuposto fundamental de que o mundo econômico é governado por leis naturais de livre mercado. Desse modo, a Lei de Say complementava a política econômica de livre mercado. A doutrina da harmonia de interesses foi popularizada na economia política por Adam Smith, para quem o interesse do indivíduo e o interesse da comunidade naturalmente coincidiam. Ao visar seu interesse próprio, o indivíduo atenderia os interesses da própria comunidade. Desta forma, o objetivo era limitar a ação estatal das questões econômicas (CARR, 1981, p. 52).

A sobrevivência da crença na harmonia de interesses por mais de um século só foi possível, na visão de Carr (1981), graças à expansão da produção e da população. Keynes (1972) entendia que o *laissez-laire* foi favorecido pelo progresso material através da experiência prática da iniciativa individual e por um ambiente que harmonizava todas as

escolas diversificadas e incompatíveis, unindo todas as boas coisas para um único fim. Apesar de considerar uma doutrina já superada, Keynes fez uma análise dos motivos do predomínio do *laissez-faire*:

O individualismo dos filósofos políticos tendia para o *laissez-faire*. A harmonia divina ou científica (conforme o caso) entre o interesse particular e a vantagem política também tendia para o *laissez-faire*. Mas, acima de tudo, a inépcia dos administradores públicos contribuiu muito para levar o homem prático no *laissez-faire* - um sentimento que, de maneira alguma, desapareceu... Assim, o terreno estava preparado para a doutrina que, em bases divinas, naturais ou científicas, estabelecia que a ação do Estado deveria ser rigorosamente limitada, e que, na medida do possível, a vida econômica deveria ser deixada, sem regulamentos, a aptidão e ao bom senso de cidadãos individualistas, impelidos pela admirável motivação de subir na vida (KEYNES, 1972, p. 109).

Durante o período de transição do século XIX para o XX, ocorreram significativas mudanças na economia capitalista. Os postulados ortodoxos já não se ajustavam à realidade de então. A hipótese de agentes econômicos atuando em um mercado concorrencial não era mais lógica, visto o surgimento de grandes empresas monopolistas. Além disso, com o início da I Guerra Mundial, as relações comerciais foram significativamente reduzidas. Apesar da Europa já vir sofrendo com o enfraquecimento do sistema de livre mercado foi o início do conflito que marcou o colapso do *laissez-faire* (CARR, 1981 p. 66; KEYNES, 1972, p. 111-124).

Como forma de preservar suas economias e tentar uma rápida recuperação, os países beligerantes passaram a adotar medidas protecionistas. O período entreguerras foi marcado, assim, pelo rompimento das relações econômicas liberais no mundo. Com o fim da I Guerra Mundial, as restrições à competição continuaram, tornando a teoria ortodoxa de produção e troca baseadas num ambiente de concorrência perfeita inadequada num mundo com protecionismo (CARR, 1981, p. 66-68; KEYNES, 1972, p. 111-124).

Com as consequências da crise de 1929, a recessão econômica e o desemprego em massa em praticamente todos os países do mundo, o problema da demanda efetiva, deixada de lado pelos economistas clássicos e neoclássicos, finalmente ganhou destaque a partir de 1930. Essa mudança ocorreu devido às obras de diferentes autores. Contudo, entre todos, foi Keynes, de acordo com Miglioli (1981) quem obteve maior reconhecimento pelo desenvolvimento da questão. Na *Teoria Geral*, publicada em 1936, Keynes introduz este conceito para explicar o elevado desemprego da época, consequência da Grande Depressão. Em seu livro, Keynes mostra que a falta de demanda é um limite para a produção, e as economias de mercado, atuando com base no *laissez-faire*, poderão ficar prisioneiras de uma situação com demanda insuficiente e aquém do pleno-emprego.

3.3 A TEORIA DO CICLO DE CAMBRIDGE E O MULTIPLICADOR

Além de Keynes, outros economistas como Arthur C. Pigou, Frederick Lavington, Dennis Robertson e Ralph Hawtrey merecem destaque na análise do ciclo na tradição marshalliana de Cambridge. Estes autores desenvolveram as idéias de Alfred Marshall sobre a economia monetária e a teoria do ciclo entre as guerras. De forma geral, para Marshall as flutuações surgiam do mau funcionamento do sistema monetário e não da falha dos mecanismos de mercado. A chave para a eliminação das flutuações cíclicas residia na manutenção da estabilidade do nível de preços (LAIDLER, 1999, p. 79-82).

Seus sucessores em Cambridge foram influenciados pela sua visão do ciclo. Contudo, a economia monetária de Cambridge e a teoria do ciclo na década de 1920 estavam longe de constituírem um todo homogêneo. Na interpretação de Pigou e Lavington, uma política de estabilização do nível de preços bem sucedida diminuiria as flutuações, mas não seria o suficiente para eliminá-las, uma vez que as flutuações econômicas decorriam de possíveis erros de expectativas por parte dos empresários (LAIDLER, 1999, p. 82-83).

Conforme Lavington, a causa das flutuações reside na mente do empreendedor, nas influências que determinam sua confiança no futuro. Nesta mesma linha de pensamento, Pigou aponta que a natureza voltada para o futuro das decisões de investimento criava espaço para erros de otimismo ou pessimismo nas previsões. Portanto, Lavington e Pigou deram ênfase ao papel das expectativas na condução das decisões de investimento como determinantes para a flutuação cíclica. Assim, em certa medida, no entendimento de Laidler (1999), eles anteciparam Keynes ao enfatizarem este aspecto. Além disso, Pigou e Lavington, tinham pouca fé na capacidade dos mecanismos de mercado de coordenar com sucesso a alocação intertemporal de recursos.

Robertson, outro economista de Cambridge, também associou as flutuações na produção industrial ao funcionamento do sistema monetário. Para ele, no entanto, a característica principal do ciclo consistiria nas variações na produção, ao invés dos preços. O impulso básico para as flutuações da produção residia na indivisibilidade dos projetos de investimento, no tempo para concluir esses projetos e na sua durabilidade. Robertson, assim como os demais economistas de Cambridge, era cético quanto à eficiência alocativa dos mecanismos de mercado na ausência de uma intervenção econômica adequada (LAIDLER, 1999, p. 90-92).

Estes economistas aconselharam uma política monetária anticíclica ativa. Contudo, eles reconheceram, principalmente Pigou e Robertson, que esta política de estabilização tinha

suas limitações devido a aderência do padrão ouro, que restringia o escopo da política monetária. Desta forma, para eliminar as falhas de mercado que provocavam as flutuações econômicas, eles recomendaram, sem maiores detalhes, a implementação de um programa de despesas contra-cíclica de obras públicas (LAIDLER, 1999, p. 101-103).

Na teoria do ciclo de Pigou, Lavington e Robertson, embora o elemento monetário na propagação das flutuações cíclicas fosse considerado, ficava longe de ser importante. Keynes e Hawtrey eram os economistas de Cambridge que tratavam os fatores monetários como muito mais centrais. No início da década de 1920, Keynes era um defensor de reformas monetárias, acreditando, da mesma forma que Marshall, que as flutuações cíclicas desapareceriam se o sistema monetário gerasse estabilidade no nível de preços (LAIDLER, 1999, p. 105-106).

Em seu livro *Tract on Monetary Reform*, publicado em 1923, Keynes analisa minuciosamente as causas e as consequências das crises monetárias e cambiais da Europa no período pós I Guerra Mundial. De maneira geral, Keynes mostra que, a partir da reinterpretação da equação de Cambridge, as variações no valor da moeda afetam as propriedades distributiva e produtiva da economia. Dessa forma, a moeda não afeta somente o nível geral de preços, pelo menos a curto prazo, mas também a velocidade de circulação da moeda e a política bancária, de modo que a teoria quantitativa da moeda deveria ser utilizada de forma cuidadosa. Keynes conclui, então, que as autoridades monetárias deveriam utilizar os meios que estão a sua disposição, ou seja, quantidade de moeda e operações no mercado aberto, para regular a taxa de juros e estabilizar o nível de preços (FERRARI FILHO, 2006, p. 22-23).

Neste mesmo contexto, Keynes argumenta que entre os objetivos de estabilidade dos preços interno, por um lado, e a estabilidade da taxa de câmbio por outro, a estabilidade dos preços no mercado interno deve ser privilegiada. No *Tract on Monetary Reform*, Keynes foi um defensor da estabilidade dos preços como meta de política monetária, pois permitiria que os mecanismos de mercado coordenassem a poupança e o investimento. E argumentou, nesse sentido, que tanto a inflação como a deflação apresentam efeitos na alteração da distribuição de riqueza entre as diferentes classes, sendo a este respeito, a inflação a pior das duas (FERRARI FILHO, 2006, p. 23-24).

Ao assumir esta posição, Keynes foi de encontro à opinião dominante contemporânea, como, por exemplo, a resolução de Gênova em 1922, que exigia a restauração do padrão ouro. Keynes, de forma mais contundente que os demais economistas de Cambridge, opôs-se ao retorno do padrão ouro e as políticas deflacionistas implantadas para a restauração do regime

(LAIDLER, 1999, p. 106-107). Quando o Ministro das Finanças da Inglaterra, Winston Churchill, decidiu restabelecer o padrão ouro, em abril de 1925, a mesma paridade vigente no período pré-guerra (4,86 dólares por libra esterlina), a reação de Keynes criticando tal decisão foi imediata através do artigo *The Economic Consequences of Mr. Churchill*. Para Keynes, o padrão ouro somente era viável em um contexto de capitalismo regido pelo *laissez-faire*, que, para ele, não era a lógica do capitalismo presente nos anos 1920 (FERRARI FILHO, 2006, p. 25).

Os escritos de Keynes sobre política fiscal no início da década de 1920 se resumem, praticamente, ao artigo *Does Unemployment Need a Drastic Remedy?*, publicado em 1924. Neste artigo, ele argumenta que o gasto público seria mais apropriado como um corretivo para a política monetária equivocada. No entender de Keynes, a cura definitiva do desemprego exigiria tanto a política monetária para estabilizar o nível de preços como o investimento público para evitar que a poupança britânica fosse investida no exterior. O investimento no exterior gera menos demanda por bens nacionais do que a despesa pública financiada pela dívida. Nesta análise de Keynes, a demanda adicional por meio do multiplicador não foi considerada (DIMAND, 1988, p. 89-90).

O antigo primeiro-ministro do tempo de guerra, o liberal David Lloyd George, através da carta ao jornal *The Nation and Athenaeum*, em abril de 1924, foi o primeiro a defender um programa de gastos de obras públicas durante uma crise econômica. Para Lloyd George, os investimentos governamentais em capital social (transporte, saúde e educação) deveriam ser realizados durante o período de desemprego cíclico. Contudo, em 1924, Lloyd George não chegou a indicar que este programa criaria um boom econômico, gerando emprego secundário quando os trabalhadores em projetos públicos gastassem seus salários (DIMAND, 1988, p. 88-89).

Outro importante e influente economista da tradição marshallina do ciclo e um expoente do *Treasury View* foi Hawtrey. O que mais importava para a teoria do ciclo de Hawtrey eram as expansões e contrações de crédito bancário, uma vez que impediam o estabelecimento do equilíbrio entre oferta e demanda por moeda. Assim, na percepção de Hawtrey, a política de crédito para uma estabilização do nível de preços eliminaria completamente as flutuações cíclicas. Ele foi o principal arquiteto das resoluções de Gênova. Seu objetivo era restabelecer o padrão ouro, ao mesmo tempo em que assegurava que os bancos centrais do mundo coordenariam suas políticas para estabilizar os preços internacionais e eliminar o conflito entre metas domésticas e a balança de pagamentos. Ele considerava que a tarefa do banco central era diminuir a instabilidade inerente do crédito, que

era a força motriz das flutuações econômicas. Ao contrário da maioria dos seus contemporâneos ingleses, Hawtrey tinha poucas dúvidas sobre os poderes da política monetária para estimular a economia. Sendo cético quanto aos poderes dos programas de gastos governamentais para ter efeito agregado sobre a renda e o emprego, exceto na medida em que fossem financiados pela criação de dinheiro (LAIDLER, 1999, p. 115-125).

No final dos anos 1920, as atenções de Keynes estavam divididas entre suas atividades como membro da Comissão Macmillan¹⁵ e a elaboração do seu livro *Treatise on Money*, publicado em 1930. O *Treatise on Money* tem como essência a visão teórica da interação da poupança e do investimento e da influência dessas variáveis nas alterações de preço. Conforme Keynes, as decisões que determinam a poupança e investimento são diferentes e realizadas por classes distintas. Dessa forma, não existe, como supunha a teoria ortodoxa, a igualdade entre a poupança e o investimento e tampouco um mecanismo automático, a taxa de juros, que os equilibre (FERRARI FILHO, 2006, p. 27-28). A visão central do *Treatise on Money* foi que se o investimento superasse a poupança, os lucros seriam positivos, os preços subiriam e a economia estaria crescendo. Por outro lado, se o investimento fosse menor que a poupança, as empresas teriam perdas, os preços iriam cair e a economia entraria em depressão. Essa discrepância entre poupança e investimento, determinados independentemente, persistiria apenas enquanto a taxa de juros de mercado se afastasse do seu nível natural. Mas, à medida que a taxa de juros de mercado poderia ser controlada pelo banco central, os *booms* e as depressões poderiam ser eliminados (FERRARI FILHO, 2006, p. 27-28; LAIDLER, 1999, p. 131).

Em vista dessa abordagem teórica, a política de estabilização no *Treatise* continuou sendo puramente monetária, considerando as variações da taxa de juros como suficiente para estabilizar a economia. Entretanto, Keynes criticava a política monetária guiada pelos princípios do *laissez-faire* e o automatismo do padrão ouro. Neste contexto, o desemprego poderia ser combatido através das despesas em obras públicas e políticas protecionistas. Contudo, no início da década de 1930, Keynes ainda considerava a política fiscal expansionista como *second-best*. Para Laidler (1999), isso ficou evidente na discussão do tratado sobre *The Slump of 1930*, onde ele deixou claro que a crise em questão seria melhor combatida pelo Banco da Inglaterra e pelo FED através da política de queda da taxa de juros de longo prazo e operações de mercado aberto.

¹⁵ Comissão que reunia um conjunto de economistas e técnicos do governo inglês com a finalidade de encontrar estratégias de política econômica para reanimar a economia inglesa (FERRARI FILHO, 2006, p. 27).

O esquema lógico do *Treatise on Money* foi imediatamente sujeito ao desafio da Grande Depressão. Para lidar com o desemprego, as análises de Keynes através das suas equações fundamentais relacionando poupança e investimento revelaram-se completamente impotentes, pois se baseavam na suposição tradicional de renda real constante com variações no nível de preços decorrentes unicamente de um desequilíbrio das decisões entre consumir e poupar (VICARELLI, 1984, p. 104). A política fiscal ficou excluída do *Treatise on Money*. O argumento posterior de Keynes de que os aumentos dos gastos com obras públicas aumentariam o emprego e a renda, não foram discutidos no livro porque ele ainda não tinha conseguido formalizá-los. Porém, em 1929, Keynes já estava convencido de que o governo tinha a responsabilidade de estimular a demanda. Neste sentido, Keynes e Hubert Henderson escreveram o panfleto *Can Lloyd George Do It?*, publicado em 11 de maio de 1929, em apoio as propostas apresentadas pelo Lloyd George para curar o desemprego em massa através de obras públicas (DIMAND, 1988, p. 92).

Neste panfleto, os autores defenderam não apenas a redução da taxa de juros de mercado, mas também a expansão dos gastos públicos como política mais adequada para combater o elevado desemprego da Grã-Bretanha no entreguerras, embora duvidassem da viabilidade de tais políticas. Para eles, as dificuldades com relação aos programas de governo eram essencialmente práticas, não sendo fácil conceber, a curto prazo, programas que pudessem ser rapidamente colocados em funcionamento numa escala realmente grande. No entanto, em 1929, a tendência para a expansão fiscal já se apresenta mais pronunciada em Keynes do que em 1924 (DIMAND, 1988, p. 92-93).

O governo, por meio de Hawtrey, defensor da *Treasury View*, citava os perigos inflacionários ligado à despesa pública e, mais especificamente, a quantidade limitada de emprego que poderia ser criada por cada milhão de libras gasta. No entendimento das autoridades do Tesouro britânico, era responsabilidade dos economistas que defendiam a política fiscal expansionista explicar, com base em uma teoria econômica rigorosa, como essa iniciativa estimularia o emprego e a produção (VICARELLI, 1984, p. 107).

Em resposta, Keynes e Henderson descartaram os temores do Tesouro de que o aumento dos gastos com obras públicas apenas desviaria a mão-de-obra do emprego privado. Argumentaram que as únicas circunstâncias possíveis em que a despesa pública poderia gerar inflação seria se todos os recursos humanos e materiais disponíveis já estivessem totalmente empregados. Para eles, no que se refere ao volume de emprego, haveria não só os postos de trabalho criados diretamente, nos setores específicos da despesa pública, mas também os empregos criados indiretamente. Ou seja, Henderson e Keynes chamaram a atenção para esta

segunda rodada de gastos e ligaram sua influência ao efeito da demanda crescente sobre a confiança empresarial (VICARELLI, 1984, p. 107- 108).

Assim, em 1929, Keynes e Henderson compreenderam a importância do emprego secundário resultante de sucessivas rodadas de gastos de consumo a partir dos salários. Porém, eles assumem que quando alguém que estava desempregado é contratado, gasta todos os seus rendimentos. Logo, para eles, a despesa de obras públicas leva a uma série de repercussões de gastos domésticos adicionais (KENT, 2007). O que eles não sabiam era como calcular sua magnitude. O obstáculo maior no desenvolvimento da teoria do multiplicador foi a falta de qualquer explicação de como um aumento na renda seria dividido entre gastos em bens e serviços domésticos, bens importados e poupança (DIMAND, 1988,p. 101).

De acordo com Dimand (1988), o conceito de multiplicador desenvolvido por Keynes e Henderson em *Can Loyd George Do It?* foi imperfeito, pois não se especificavam vazamentos na poupança em cada rodada de renda ou alguma outra teoria similar. Sem referência a tais vazamentos, não havia explicação de como o investimento público criava uma poupança adicional, de modo que não se limitasse a desviar o investimento privado. Sem vazamento, as sucessivas rodadas de gastos implicavam um multiplicador infinito.

Versões analíticas desta teoria do multiplicador, com ênfase no emprego secundário, foram desenvolvidas independentemente por quatro economistas: L. F. GIBLIN na Austrália, Ralph G. Hawtrey no Tesouro Britânico, Richard F. Kahn na Universidade de Cambridge e Jens Warming na Dinamarca. O primeiro a publicar foi Giblin, em 1930. Ele usa o multiplicador, com vazamentos nas importações, para analisar os efeitos de uma queda nas exportações. Sem efeito da renda sobre poupança e impostos, a análise de Giblin não pôde explicar como o aumento dos gastos do governo poderia gerar poupança e impostos adicionais. O multiplicador de Hawtrey é similar ao de Giblin, com as importações como o único vazamento e sem reconhecimento de que uma queda nas importações de um país reduz a renda no resto do mundo e, assim, retroalimenta uma redução nas exportações e na renda do país de origem da alteração. Portanto, o multiplicador de Hawtrey tem as mesmas fraquezas que a análise de Giblin, já que as importações são a única fuga do circuito de renda. Além disso, da mesma forma que Giblin, Hawtrey não considerou que a cada rodada de despesas o emprego criado seria menor do que o anterior (DIMAND, 1988, p. 105-106).

Apesar dos antecessores, Ferdinand Kahn é comumente designado como o pioneiro no desenvolvimento do multiplicador, por conta do seu trabalho *The Relation of Home Investment to Unemployment*, publicado em 1931. Seu objetivo principal era estudar os efeitos do investimento público sobre o emprego e mostrar que a visão do Tesouro sobre a

dificuldade de financiar despesas de obras públicas e sua provável ineficácia era equivocada (KAHN, 1931). Supondo que os salários permaneçam inalterados e que o banco central não interfere para bloquear a expansão através da restrição de crédito, Kahn (1931) argumenta que um programa de gastos criaria emprego primário entre os trabalhadores ociosos e renda extra que eles gastariam. Como consequência, para atender à crescente despesa de salários e lucros associada ao emprego primário, a produção de bens de consumo é aumentada. Aqui, novamente, os salários e os lucros aumentam, e o efeito seria repercutido, embora com menor intensidade.

Para combater a visão do Tesouro de que um aumento do investimento do governo expulsaria o investimento privado e elevaria o nível geral dos preços, Khan adota a hipótese de que a curva de oferta para bens de consumo é perfeitamente elástica, de modo que um aumento da demanda pode ser satisfeito por mais produção sem aumento de custos e preços. Conforme Kahn (1931), em tempos normais, quando os recursos produtivos estão totalmente empregados, a construção de estradas traz pouco emprego secundário e causa um grande aumento de preços. Mas em épocas de intensa depressão, a quantidade de emprego secundário é então grande e o aumento dos preços é pequeno.

At normal times, when productive resources are fully employed, the supply of consumption-goods in the short period is highly inelastic. The building of roads carries with it little secondary employment and causes a large rise in prices. But at times of intense depression, when nearly all industries have at their disposal a large surplus of unused plant and labour, the supply curve is likely to be very elastic. The amount of secondary employment is then large and the rise in prices is small (KAHN, 1931, p. 182).

As estimativas da razão entre o emprego secundário e o emprego primário que Kahn derivou na primeira parte de seu artigo se basearam em vazamentos nas importações e na poupança de desemprego¹⁶ (DIMAND, 1988, p. 115). Dessa forma, Kahn (1931) avalia que, para uma dada curva de oferta, o emprego secundário é menor quanto maior for a poupança de desemprego e as importações.

Warming complementou a análise multiplicadora de Kahn. Enquanto Kahn supõe expressamente que o novo rendimento é dedicado ao consumo na sua totalidade, Warming considerou que uma fração estável da renda gerada por uma injeção de despesas de obras públicas seria economizada (poupança pessoal). Sua análise, na visão de Laidler (1999), representou um considerável avanço na inclusão do processo de vazamento na análise do multiplicador. Keynes, que estava fazendo uso do multiplicador de Kahn em seu trabalho no

¹⁶ Os operários empregados por efeito do investimento público viviam da poupança que tinham feito ou de subsídios do governo, o que diminuía o acréscimo de consumo resultante da sua ocupação (KENT, 2007).

Committee of Economists of the Economic Advisory Council para o governo britânico, adotou a formulação de Warming quase imediatamente após a sua publicação. A teoria do multiplicador que recebeu de Kahn e, pouco depois, de Warming, permitiu a Keynes construir uma teoria da produção e do emprego para uma economia monetária.

A mudança no pensamento de Keynes, ou seja, a ruptura radical com suas raízes clássica ao passar do *Treatise on Money* para a *Teoria Geral*, tentando construir uma teoria da produção e do emprego numa economia monetária, foi apresentada durante as discussões com seus colegas de Cambridge e em suas aulas durante os anos de 1932 a 1935. A questão-chave que se tornou sinônimo da visão comum dessa transição está diretamente ligada à relação poupança-investimento, isto é, o conceito fundamental do multiplicador (DIMAND, 1988, p. 125). O título inicial do livro, em 1932, era *The Monetary Theory of Production*. Somente a partir de 1934 que o título passou a ser *The General Theory of Employment, Interest and Money*. A *Teoria Geral* de Keynes, na sua versão final, apresentava quatro elementos cruciais: o princípio da demanda efetiva (intimamente relacionado ao conceito do multiplicador do investimento), a propensão marginal a consumir, a eficiência marginal do capital, e a teoria da preferência pela liquidez (DIMAND, 1988, p. 172).

3.4 O PRINCÍPIO DA DEMANDA EFETIVA

Com crise que se inicia no final da década de 1920 e finda com o início da II Guerra Mundial, a economia ortodoxa entra em colapso por não se mostrar capaz em resolver os problemas apresentados à época, ou seja, a contração industrial, a deflação dos preços e o elevado desemprego. Assim, Keynes encontrou um objetivo para conduzir a ciência econômica a uma nova direção, desafiando as ideias da economia clássica.¹⁷ Na *Teoria Geral*, ele estabelece um arcabouço teórico não só capaz de questionar a Lei de Say, mas também de substituí-la através do princípio da demanda efetiva.

Na concepção de Laidler (1999), a *Teoria Geral* não é primariamente sobre o ciclo, embora forneça aplicações para essa área, no capítulo 22. O livro envolve, principalmente, um estudo das forças que determinam mudanças na escala da produção e do emprego como um todo. A exposição começa com um relato do que Keynes chamou de "teoria clássica do emprego", à qual sua teoria geral deveria ser contrastada, uma estrutura essencialmente marshalliana que caracteriza a oferta e a demanda de trabalho como funções do salário real.

¹⁷ Na *Teoria Geral* (1936), Keynes utiliza o termo "clássicos" para descrever os representantes da teoria contra a qual ele escrevia.

Sob o ponto de vista de Keynes (1996), a vulnerabilidade da teoria clássica reside no seu fracasso em examinar as forças que determinam o emprego, pois tal teoria se baseava em dois postulados fundamentais nunca questionados seriamente, a saber: (1) Os salários são iguais ao produto marginal do trabalho, e (2) a utilidade dos salários, para uma determinada quantidade de trabalho empregado, é igual à desutilidade marginal da mesma quantidade de emprego. O primeiro postulado fornece a curva de demanda por trabalho e, o segundo, a curva de oferta de mão-de-obra. Estes postulados são compatíveis com o desemprego friccional e voluntário¹⁸.

Keynes (1996) não contesta o primeiro postulado clássico. Para ele, em certo estado de organização, equipamentos e técnica no curto prazo, os salários reais e o volume de produção e emprego, "são correlacionados de uma única forma, de tal modo que, em termos gerais um aumento do emprego só pode ocorrer simultaneamente com um decréscimo da taxa de salários reais" (KEYNES, 1996, p. 54). Isto decorre da proposição de que a indústria trabalha normalmente sujeita a rendimentos decrescentes no curto prazo.

Keynes concentra-se no ataque à suposição clássica do segundo postulado, que garante ocorrer o pleno emprego se os salários forem flexíveis. No entendimento de Keynes (1996), a oferta de emprego não depende do salário real e sim do salário nominal, já que variações nos preços e, conseqüentemente, nos salários reais, não modificam a oferta de emprego. À vista disso, Keynes (1996) nega o pressuposto da escola clássica de que os trabalhadores não aceitarão emprego ao salário nominal vigente sempre que ocorrer um pequeno aumento nos preços de consumo. Uma vez que Keynes considera que o salário real nem sempre é igual à desutilidade marginal do trabalho e, por conseguinte os trabalhadores podem estar dispostos a aceitar emprego ao salário nominal vigente, mesmo que isso represente um salário real menor.

Não é a desutilidade marginal do trabalho, expressa em termos de salários reais, que determina o volume de emprego, exceto no caso em que a oferta de mão-de-obra disponível a certo salário real fixe um nível *máximo* de emprego. A propensão a consumir e o nível do novo investimento é que determinam, conjuntamente, o nível de emprego, e é este que, certamente, determina o nível de salários reais — não o inverso (KEYNES, 1996, p. 64).

Assim, Keynes demonstra que o nível de emprego é flutuante, determinado *ex-post*, como função da demanda efetiva, e não pré-determinado ao nível de plena ocupação como resultado da negociação entre trabalhadores e empresários. O princípio da demanda efetiva elaborado por Keynes é o ponto de partida para sua teoria do emprego e representa um ataque

¹⁸ O desemprego friccional ocorre em razão de uma temporária desproporção dos recursos ou do fato de que a transferência de um emprego para o outro não se realiza de forma rápida. O desemprego voluntário decorre da recusa ou incapacidade de determinados indivíduos em receber um salário equivalente à sua produtividade marginal (KEYNES, 1996, p. 46).

a Lei de Say, já que põe de lado a importância da oferta agregada e oferece uma explicação para o desemprego baseada na insuficiência de demanda (BRESSER-PEREIRA, 1976).

No capítulo 3 da Teoria Geral, Keynes (1996) discute a determinação da produção e do emprego agregados em termos de duas curvas, uma representando a função de oferta agregada e, a outra, a função de demanda agregada, ambas em relação ao nível de emprego, N . A função de oferta agregada é definida a partir da relação $Z = \Phi(N)$ e trata-se do valor que torna compensatório contratar um dado nível de emprego. A função de demanda agregada é definida a partir da relação $D = f(N)$ e representa o que um empresário espera receber (estimativa) em decorrência da venda da produção a ser gerada pelo volume de emprego contratado.

O volume de emprego é determinado pelo ponto de interseção entre as funções de demanda e oferta agregadas. Este ponto representa a demanda efetiva, ou seja, o ponto onde as expectativas de lucro esperado dos empresários são maximizadas. Assim, a demanda efetiva representa o equilíbrio de curto prazo marshalliano, mas que, ao contrário deste, não necessariamente deverá envolver o pleno emprego de todos os fatores, como sugerido pela Lei de Say (KEYNES, 1996, p. 60-61).

A função de demanda agregada é composta pelos gastos em consumo e gastos em investimento. Os fatores que determinam os respectivos gastos são bastante diferentes. Os gastos em consumo dependem da renda dos consumidores e da propensão a consumir (fatores objetivos e fatores subjetivos). A soma gasta em consumo pela sociedade depende da renda disponível e dos fatores objetivos e subjetivos que orientam os indivíduos na tomada de decisões sobre o uso de seus recursos para satisfazer necessidades de consumo imediatas ou futuras. Como para Keynes (1996) as variações destes fatores que determinam a propensão a consumir e a poupar ocorrem de maneira lenta, a propensão a consumir seria "uma função bastante estável a curto prazo, de maneira que, em geral, o montante do consumo agregado depende principalmente do montante da renda agregada" (KEYNES, 1996, p. 118).

Keynes destaca ainda que a partir da lei psicológica fundamental e da experiência da natureza humana, a sociedade está propensa, de modo geral, a aumentar o consumo à medida que a renda aumenta, mas em proporção diferente ao acréscimo na renda. Assim, $\Delta Y_w > \Delta C_w$. Logo, para Keynes, a variação no montante de consumo em unidade de salário (ΔC_w) tem o mesmo sinal que a variação no montante da renda em unidade de salário (ΔY_w), mas com grandeza menor, ou seja, $\frac{\Delta C_w}{\Delta Y_w}$ é menor que 1. Esta relação, baseada na lei psicológica

fundamental indicada, é denominada por ele propensão marginal a consumir (KEYNES, 1996, p. 118).

A partir dessa hipótese, Keynes pôde dar expressão quantitativa à sua avaliação de 1929 dos efeitos diretos e indiretos de um aumento autônomo de despesas de investimento. Na *Teoria Geral*, ele reformula o conceito de multiplicador da renda desenvolvido por Kahn, para explicar a igualdade entre poupança e investimento. A teoria de Keynes sobre o emprego foi muito mais além do que os artigos de Kahn e Warming sobre o impacto das despesas de obras públicas no emprego e na produção. Ele utilizou o multiplicador para vincular as mudanças nas expectativas de longo prazo dos investidores com variações na produção e, portanto, no emprego (VICARELLI, 1984, p. 124).

Como o gasto em consumo aumenta menos que a renda, não pode haver acréscimo do emprego sem aumentar o investimento. Keynes então estabelece uma relação entre o fluxo de investimento e a quantidade agregada do emprego e da renda. Esta relação é chamada de multiplicador do investimento k , que mede a relação entre o incremento da renda devido a uma variação positiva do investimento. Logo, tem-se:

$$K = \frac{\Delta Y_w}{\Delta I_w} \quad \text{ou} \quad \Delta Y_w = K \Delta I_w \quad (1)$$

Dada a equação fundamental¹⁹, o multiplicador do investimento é derivado da propensão marginal a consumir. Como a propensão marginal a consumir é sempre inferior à unidade, tem-se:

$$\frac{\Delta C_w}{\Delta Y_w} = 1 - \frac{1}{k} \quad (2), \text{ onde } k \text{ é igual ou maior a } 1.$$

A magnitude do multiplicador está diretamente relacionada à propensão marginal a consumir. Assim, o multiplicador é grande ou pequeno conforme a propensão marginal a consumir seja alta ou baixa. Desta forma, por exemplo, caso ocorra um incremento de obras públicas onde a propensão marginal a consumir da comunidade seja nove décimos, o multiplicador será igual a dez, e o emprego total será dez vezes superior ao emprego primário. Na interpretação de Keynes, se a propensão marginal a consumir está próxima da unidade, uma pequena variação do investimento causará grandes variações no emprego. Assim, um avanço relativamente modesto do investimento será suficiente para levar ao pleno emprego,

¹⁹ $\Delta Y_w = \Delta C_w + \Delta I_w$ (KEYNES, 1996, p. 134).

ou seja, torna o problema do desemprego involuntário mais fácil de ser resolvido. Em contrapartida, se a propensão marginal a consumir é reduzida, uma pequena variação do investimento causará pequenas alterações no emprego. Desta forma, para alcançar o pleno emprego será necessário um grande aumento do investimento, ou seja, o desemprego involuntário só é resolvido com medidas mais drásticas (KEYNES, 1996, p. 133-137).

Antes de a economia atingir o ponto de pleno emprego, um aumento dos investimentos será acompanhado pelo aumento da renda real agregada e dos preços. Porém, quando a economia já está em pleno emprego, seja qual for a propensão marginal a consumir, qualquer tentativa de aumentar ainda mais os investimentos tem como resultado o aumento dos preços, ou seja, inflação. (KEYNES, 1996, p. 137). A principal inovação da Teoria Geral, como apontado pelo próprio Keynes, consiste no princípio de que a igualdade entre a poupança e o investimento não é efetivado pela taxa de juros, conforme previa a teoria neoclássica, e sim, através das variações do nível de renda induzidas pelo efeito multiplicador. Neste sentido, Keynes considera a poupança como sendo determinada pelo investimento, uma vez que um aumento do investimento melhora a renda e a produção, criando assim uma quantidade equivalente de poupança (LAIDLER, 1999, p. 252).

Uma vez que a propensão a consumir é relativamente estável, o componente da demanda agregada que determina o emprego e a renda é o investimento. Por sua vez, o investimento depende, conforme Keynes (1996), da relação entre eficiência marginal do capital e da taxa de juros. A eficiência marginal do capital é definida por Keynes (1996, p. 149) como sendo "[...] a relação entre a renda esperada de um bem de capital e o seu preço de oferta ou custo de reposição, isto é, a relação entre a renda esperada de um bem de uma unidade adicional daquele tipo de capital e o seu custo de produção". Como há uma dependência entre a eficiência marginal do capital e as variações das expectativas, a análise de Keynes (1996) sobre a eficiência marginal do capital não é estática, uma vez que as expectativas futuras influenciam o presente. Logo, as variações das expectativas são o principal fator que torna a eficiência marginal do capital sujeita as flutuações e que, por consequência, explicam os ciclos econômicos.

Keynes diferencia as expectativas, das quais dependem as decisões de produção e o volume de emprego oferecido pelas empresas, em expectativas de curto e longo prazo. Desta forma, no entendimento de Keynes (1996, p. 78) "o comportamento de cada firma individual, ao fixar sua produção diária é determinado pelas expectativas a curto prazo". A expectativa de longo prazo relaciona-se aos rendimentos futuros que os investidores esperam obter quando adicionam produtos acabados aos seus equipamentos de capital. Conforme observa Carvalho

(1988), as expectativas de curto prazo, sempre realizáveis, tem como finalidade os preços, enquanto as expectativas de longo prazo, incertas, tem como objeto os retornos. Assim, as decisões de produção são orientadas pelas expectativas de curto prazo. Já as decisões de investimento são orientadas pelas expectativas de longo prazo.

As expectativas de renda esperada futura, ou seja, as expectativas de longo prazo, usadas nas decisões de investir, não dependem apenas, como relata Keynes (1996, p. 160) "[...] do prognóstico mais provável que possamos formular. Dependem, também, da confiança com o qual fazemos este prognóstico". Nesta perspectiva, é a falta de confiança no prognóstico que torna as decisões de investimento passíveis de fortes variações. Neste sentido, Keynes relata que os problemas econômicos provêm da forte influência que o estado de confiança exerce sobre a curva de eficiência marginal do capital. Para ele, a eficiência marginal do capital e o estado de confiança não são fatores distintos exercendo influência sobre o fluxo de investimento, já que o estado de confiança é um dos principais fatores que determinam a eficiência marginal do capital e, portanto, a demanda por investimento.

Os problemas econômicos oriundos da falta de confiança decorrem da incerteza sobre a renda esperada futura. O conhecimento dos fatores que orientarão o rendimento futuro de um investimento é, de modo geral, muito limitado. Keynes expõe que quando as empresas pertenciam aos seus fundadores, o investimento dependia "[...] do temperamento entusiástico e de impulsos construtivos que empreendessem negócios como uma maneira de viver, sem realmente tomar como base os cálculos precisos de lucros prováveis" (KEYNES, 1996, p. 161). Era essa natureza humana de arriscar e sentir a satisfação de construir algo que impulsionava os investimentos.

Keynes mostra que as expectativas dos indivíduos, mais especificamente dos investidores, são determinadas pelos seus instintos, *animal spirits*, e não necessariamente pelo rendimento esperado de um ativo, uma vez que as informações necessárias à formação dessas podem não existir (FERRARI FILHO, 2006, p. 227).

Com a divisão entre propriedade e gestão, juntamente com o desenvolvimento dos mercados financeiros organizados, como a bolsa de valores, o investimento tornou-se mais fácil, porém contribuiu para aumentar a instabilidade do sistema. Com a bolsa de valores, os investimentos são reavaliados todos os dias, fato que, apesar de facilitar a transferência de capitais entre os agentes, contribuiu para a instabilidade do investimento corrente (KEYNES, 1996, p. 161-162). Ao seguir o padrão de formação de expectativas nos mercados financeiros organizados, os indivíduos recorrem a uma convenção. O conceito de convenção reside nas palavras de Keynes (1996, p. 162), "[...] em se supor que a situação existente dos negócios

continuará por tempo indefinido, a não ser que tenhamos razões concretas para esperar uma mudança".

O outro fator determinante do investimento na abordagem de Keynes é a taxa de juros. Diferentemente da teoria clássica, a concepção dos juros apresentada na *Teoria Geral* é determinada não por fatores reais (poupança e investimento), mas por fatores monetários, ou seja, pelo estado de preferência pela liquidez, isto é, demanda por moeda, e pela oferta de moeda, controlada pela autoridade monetária. Com relação ao primeiro elemento, quanto mais elevada for a preferência à liquidez, mais alta será a taxa de juros e vice-versa. Com relação ao segundo elemento, quanto maior a quantidade total de dinheiro disponível, mais baixa será a taxa de juros e vice-versa (KEYNES, 1996, p. 173-174).

Keynes observa que os indivíduos destinam uma parte da renda para o consumo corrente e a outra parte é reservada sob alguma forma de comando para o consumo futuro. Assim, os indivíduos têm que escolher em que forma irá conservar o consumo futuro da renda corrente ou a poupança acumulada em anos anterior. Eles podem conservá-lo sob a forma líquida, isto é, dinheiro, ou podem alienar a liquidez para ser gasta num período específico de tempo no futuro. Essas escolhas dependem do grau de preferência pela liquidez (KEYNES, 1996, p.174).

Pela perspectiva de Keynes (1996) a preferência pela liquidez e o entesouramento são conceitos próximos. A taxa de juros é o preço pelo não entesouramento. Os indivíduos entesouram, ou seja, guardam o dinheiro na forma de saldos inativos por causa da incerteza sobre o futuro. Assim, o desejo de conservar uma parte dos recursos em forma de dinheiro, único ativo perfeitamente líquido, deve-se à incerteza quanto ao futuro da taxa de juros. Na interpretação de Keynes, a preferência pela liquidez pode ser definida por três diferentes motivos:

- (i) o motivo transação, isto é, a necessidade de moeda para as operações correntes de trocas pessoais e comerciais; (ii) o motivo precaução, ou seja, o desejo de segurança com relação ao equivalente do valor monetário futuro de certa parte dos recursos totais; e (iii) o motivo especulação, isto é, o propósito de obter lucros por saber melhor que o mercado o que trará o futuro (KEYNES, 1996, p. 176 e 177).

A preferência pela liquidez devida ao motivo transação e precaução absorve uma quantidade de moeda que não é muito afetada diretamente pelas alterações na taxa de juros. Já a preferência à liquidez pelo motivo especulação é primordialmente função da taxa de juros. Desta forma, a demanda por moeda para satisfazer os motivos transação e precaução é, para Keynes (1996, p. 199), “[...] insensível a qualquer influência que não a de uma alteração efetiva na atividade econômica geral e no nível da renda”. E a demanda por moeda para

satisfazer o motivo especulação “varia de modo contínuo sob o efeito de uma alteração gradual na taxa de juros” (KEYNES, 1996, p. 199). O motivo especulação é usado pelos indivíduos com a finalidade conseguir lucros por acreditar saber melhor o futuro do mercado. Pois, dada a taxa corrente de juros, os indivíduos tenderão a vender títulos se acreditam que os juros futuros irão aumentar. Por outro lado, se acreditam que as taxas de juros irão diminuir, eles tendem a tomar crédito para comprar títulos. Como explicado na Teoria Geral (1996, p. 176), "o preço do mercado se fixará no nível em que a venda dos 'baixistas' se equilibrar com as compras dos 'altistas'".

Portanto, diferentemente dos clássicos, a análise de Keynes é desenvolvida a partir da ideia de não neutralidade monetária, ou seja, a moeda tem papel relevante na esfera real da economia. A moeda, além possibilitar as transações é, em especial, uma reserva de valor, crucial na determinação da produção, renda e emprego. Assim, os agentes, ao alocarem suas rendas na forma de riqueza não reprodutível, devido à incerteza, causam a insuficiência de demanda efetiva e as crises econômicas (FERRARI FILHO, 2006)

3.5 POLÍTICA MONETÁRIA E POLÍTICA FISCAL NA *TEORIA GERAL*

Como visto na parte final da seção anterior, para Keynes os determinantes do investimento, isto é, a eficiência marginal do capital e a taxa de juros são independentes e de variáveis distintas. No entanto, Fausto Vicarelli (1980, p. 138) expõe que há um nexo na *Teoria Geral* quase sempre ignorado, entre a preferência pela liquidez e a eficiência marginal do capital, ou entre a função de demanda por dinheiro e a função de demanda por investimento. A ligação entre as duas funções ocorre através do papel decisivo que a taxa de juros exerce em relação aos investimentos.

A taxa de juros, embora não seja o componente determinante do investimento, é o elemento através do qual a especulação financeira pode interferir na produção e gerar desemprego, se estiver acima da eficiência marginal do capital. Dessa forma, Keynes preconiza uma ação estatal por meio da política monetária para a manutenção do fluxo de investimento, embora não signifique uma garantia de controle efetivo do sistema econômico. Portanto, o Estado tem um papel econômico importante, já que a política monetária através da quantidade de moeda e do mercado de títulos pode agir sobre a taxa de juros e, por essa via, influenciar a produção (CORAZZA, 1986, p. 83-88).

Contudo, na compreensão de Keynes (1996), podem ocorrer determinadas circunstâncias em que um aumento na quantidade de moeda, *coeteris paribus*, exercerá

pouca influencia sobre a taxa de juros. A preferência do público pela liquidez, devido ao elevado grau de incerteza, pode ser mais forte que um aumento na quantidade de moeda. Assim, uma política de baixa taxa de juros para estimular o fluxo de investimento não será eficiente se a eficiência marginal do capital cair mais rapidamente que a taxa de juros.

A moeda apresenta algumas características²⁰ especiais que impedem que a taxa de juros desça de maneira similar à queda da eficiência marginal do capital. A eficiência marginal do capital é mais flexível que a taxa de juros. É ela que se ajusta à taxa monetária dos juros, e não o contrário. Pois, como diz Keynes (1996, p. 289) "[...] o elemento mais estável e o mais difícil de modificar em nossa economia contemporânea tem sido até agora, e poderá continuar a sê-lo no futuro, a taxa mínima de juros aceitável pela maioria dos possuidores de riqueza”.

Keynes (1996) não acreditava no êxito de uma política meramente monetária orientada no sentido de baixar a taxa de juros, principalmente na fase depressiva do ciclo. Desta forma, enquanto em 1931 ele ainda confiava que a política monetária seria eficiente para enfrentar a depressão, a partir da *Teoria Geral*, ele já considerava tal política insuficiente, como pode ser visto no decorrer do capítulo 22 da *Teoria Geral* intitulado *Notas Sobre o Ciclo Econômico*.

Para Keynes (1996) a economia monetária capitalista era essencialmente instável, tendente ao desemprego e as crises cíclicas. Por essa razão, ele sugere a intervenção estatal, já que, no seu entendimento, o capitalismo sob *laissez-faire* seria vítima de suas próprias limitações. Keynes analisa a crise como uma fase do ciclo econômico capitalista. O caráter cíclico está associado à instabilidade e à incerteza dos rendimentos futuros dos bens de capital, na medida em que as bases das expectativas quanto aos rendimentos projetados desses bens são fundadas em ambientes incertos, sujeitos a mudanças drásticas e repentinas.

Os elementos que podem agravar as flutuações cíclicas são a propensão a consumir e o estado de preferência pela liquidez. Entretanto, o elemento essencial para a instabilidade cíclica numa economia capitalista residiria nas flutuações da eficiência marginal do capital. Keynes (1996, p. 293) expõe que “o caráter essencial do ciclo econômico e, sobretudo, a regularidade de ocorrência e duração, que justificam a denominação ciclo, se devem principalmente ao modo como flutua a eficiência marginal do capital”.

As razões para que as oscilações na eficiência marginal do capital adquirem características cíclicas, segundo Keynes (1996), está relacionada às últimas etapas da expansão do ciclo (*boom*), pois esta fase é caracterizada pelo triunfo das expectativas

²⁰ (i) elasticidade de produção igual a zero, ou pelo menos muito pequena; (ii) elasticidade de substituição igual quase igual a zero; (iii) alta elasticidade de demanda como reserva de valor (KEYNES, 1996, p. 225-226).

otimistas do rendimento futuro dos bens de capital sobre o excesso desses bens, a alta dos seus custos de produção e a elevação da taxa de juros.

A derrocada das expectativas positivas do rendimento futuro dos bens de capital surge quando ocorre queda no rendimento corrente, fazendo com que o estoque de bens duráveis recém produzidos aumente regularmente. Junto a isto, elevam-se os custos correntes dos novos bens de capital. Com esse panorama, o otimismo cede lugar ao pessimismo, provocando um colapso da eficiência marginal do capital e, conseqüentemente, um aumento da preferência pela liquidez devido ao pessimismo e a incerteza quanto ao futuro. Isto causa um aumento na taxa de juros por parte dos bancos, agravando ainda mais o declínio do investimento, da renda e da produção (KEYNES, 1996, p. 294-295).

Neste sentido, no ápice da expansão do ciclo, caracterizado por um estado enganoso de expectativa positiva, ocorre uma situação de sobreinvestimento no sentido estrito da palavra. Conforme Keynes, esta situação de sobreinvestimento:

Não é aquela em que o capital seja tão abundante que a comunidade em conjunto não possa razoavelmente empregar mais nenhum, mas aquela em que o investimento se efetua em condições instáveis e efêmeras pelo fato de ser suscitado por expectativas destinadas a malograr (KEYNES, 1996, p. 299).

Dessa forma, o remédio para o *boom* não seria a elevação preventiva da taxa de juros, como propunham Hawtrey e outros, mas sim a baixa taxa de juros. Segundo Keynes (1996, p. 299): “O verdadeiro remédio para o ciclo econômico não consiste em evitar o auge das expansões e em manter assim uma semidepressão permanente, mas em abolir as depressões e manter deste modo permanentemente em um *quasi-boom!*”. Em vista disso, prossegue ele, “a elevação da taxa de juros como antídoto para a situação criada pela persistência de um fluxo anormal de investimentos pertence à categoria dos remédios que curam a doença matando o paciente”. (KEYNES, 1996, p. 300).

Keynes avalia que na fase descendente do ciclo (crise), quando há por algum tempo excedentes de capital fixo e de estoque de matérias-primas, a eficiência marginal do capital pode declinar tanto - à medida que o capital deixa de ser escasso o seu rendimento diminui - que dificilmente é possível corrigi-la mediante redução da taxa de juros. Ademais, a queda da eficiência marginal do capital tende a afetar negativamente a propensão a consumir, pois causa queda relevante no valor de mercado de títulos. Neste contexto, na visão de Keynes:

Esta baixa exerce uma influência depressiva sobre a classe de pessoas que acompanham de perto os seus investimentos na bolsa de valores, especialmente quando aplicam dinheiro emprestado. A disposição dessas pessoas para gastar talvez dependa mais das altas e baixas no valor de seus investimentos do que do estado do fluxo de seus rendimentos. Com um público de “mentalidade acionista” como o dos Estados Unidos de hoje, um mercado de títulos em alta pode ser condição quase essencial para uma propensão a consumir satisfatória; e esta circunstância,

geralmente desconsiderada até a pouco, serve obviamente para agravar mais ainda o efeito depressivo de uma baixa na eficiência marginal do capital (KEYNES, 1996, p. 297).

Com relação ao elemento tempo no ciclo econômico, Keynes afirma ser necessário transcorrer um intervalo de tempo antes que se inicie a recuperação. A duração da depressão depende da extensão da vida útil dos bens duráveis e da taxa normal de crescimento da economia. Assim, quanto mais curta for a vida útil dos bens duráveis, mais breve será a depressão e, quanto mais rápida for a taxa de crescimento, também mais breve será a depressão. Outro fator que influencia a duração da depressão são os custos de conservação dos estoques excedentes, pois a queda no investimento, na renda e nas vendas provoca uma acumulação não planejada de estoques (KEYNES, 1996, p. 296).

O custo de conservação destes produtos raramente é inferior a 10% ao ano. Seus preços devem, portanto, baixar o bastante para causar uma restrição da produção que assegure a reabsorção dos estoques excedentes num prazo de, digamos, três a cinco anos. Ora, o processo de absorção dos estoques representa um investimento negativo, que também contribui para diminuir o emprego, e, chegando a seu término, causa um considerável alívio (KEYNES, 1996, p. 297).

Logo, as crises econômicas, para Keynes, são causadas por uma queda da eficiência marginal do capital e, portanto, do investimento, acarretando assim uma insuficiência da demanda efetiva. Como na visão de Keynes a solução para este problema não está na política monetária, haja vista que esta não consegue encorajar os agentes econômicos a abrir mão de sua liquidez, a intervenção do Estado através dos gastos públicos²¹ visando manter o nível de produção e emprego torna-se incontornável (FERRARI FILHO, 2006).

Assim, para combater a crise, Keynes defendia que a demanda precisaria ser fortalecida por uma decisão autônoma, isto é, um aumento do gasto do Estado. Para tanto, o Estado deveria realizar qualquer tipo de gasto. Valia tudo para gerar renda e emprego. Keynes cita em sua obra que mesmo os gastos aparentemente “inúteis”²², como abrir buracos no chão, tinham a capacidade de gerar riqueza e manter o elevado nível de emprego (AFONSO, 2012, p. 31-32). Nas palavras de Keynes (1996, p. 216) “[...] “Cavar buracos no chão” à custa da poupança não só aumentará o emprego, como também a renda nacional em bens e serviços úteis”.

²¹ Com relação aos gastos públicos, como assinala Corazza (1986), Keynes busca inspiração em Malthus. Os “trabalhos improdutivos” para Malthus explicam-se pela insuficiência da demanda efetiva devido à deficiência do consumo. Para Keynes os “gastos inúteis” explicam-se também pela insuficiência da demanda efetiva, porém esta deficiência da demanda não está no baixo consumo e sim na interrupção dos investimentos. Keynes, contudo, via os gastos produtivos com reservas.

²² Na interpretação de Afonso (2012), os gastos ditos como inúteis são aqueles que nada acrescentam ao capital social: obras que não atendem a maioria da população.

Para Afonso (2012) o investimento público através de buracos cavados à custa da poupança (empréstimos), que vinculou usos e fonte de recurso, retomou o debate do final dos anos 1920, quando Keynes apoiou as propostas apresentadas pelo Lloyd George de obras públicas financiadas por empréstimos. Dessa maneira, como visto na seção 3.3, muito antes de publicar a *Teoria Geral*, Keynes já pensava numa resposta fiscal à recessão que envolvesse aumento de gasto público. Porém, nesta época, ele ainda não havia desenvolvido a função consumo e o conceito do multiplicador. O multiplicador forneceria a justificativa para a validade das políticas de obras públicas em uma depressão.

A bem da verdade, Keynes qualificou os “gastos inúteis” como um meio de estimular a demanda apenas não houvesse outra forma de aumentar a renda nacional e o emprego. Já que, “[...] em tempos de desemprego rigoroso, as obras públicas, ainda que de duvidosa utilidade, podem ser altamente compensadoras [...]” (KEYNES, 1996, p.143). Contudo, para ele, “[...] não é razoável que uma comunidade sensata concorde em depender de paliativos tão fortuitos e frequentemente tão extravagantes, quando já sabemos de que influências depende a demanda efetiva” (KEYNES, 1996, p. 216).

Na visão de Afonso (2012), no último capítulo do livro, denominado *Notas Finais sobre a Filosofia Social a que Poderia Levar a Teoria Geral*, Keynes se dedica à tarefa de tentar evitar que a crise volte a se repetir. E para tal fim ele cita de forma mais explícita os instrumentos de política fiscal anticíclica²³ na *Teoria Geral*. Seriam dois os principais defeitos da sociedade econômica moderna: o elevado nível de concentração de renda e riqueza, que separa as classes sociais, e a incapacidade do sistema de gerar continuamente o nível de demanda agregada exigido para sustentar o pleno emprego. Ele considerava este último o mais grave. Keynes argumentou que a excessiva concentração de renda colaborava para dificultar o pleno emprego, uma vez que a classe rica consumia relativamente menos em proporção à sua renda do que a classe mais pobre. Como resultado, a demanda total de consumo diminuía, desestimulando a produção de bens de consumo e bens de investimento. Entretanto, na opinião de dele, este problema poderia ser solucionado através de mudanças institucionais, como a introdução de impostos progressivos, impostos sobre o capital e, principalmente, os impostos sobre heranças. Consoante Keynes (1996, p. 342), “é naturalmente inegável que uma política fiscal de altos impostos sobre heranças faz aumentar a propensão da comunidade a consumir”.

²³ Keynes desenvolveu a lógica ou preceito da política fiscal anticíclica ou contracíclica durante as discussões de que participava sobre o orçamento britânico no início dos anos 1940 (AFONSO, 2012, p. 90).

Em relação ao outro problema do capitalismo moderno, isto é, a incapacidade do sistema de manter o nível de investimento privado adequado para assegurar o pleno emprego, Keynes propõe “socialização do investimento”, ou seja, o aumento da intervenção do Estado através de políticas apropriadas de investimento público. O objetivo da postura ativa do Estado consistiria em criar mecanismos que propiciassem um ambiente econômico favorável para o investimento privado, como forma de manter o nível de produção e emprego e, assim, estabilizar os ciclos econômicos (FERRARI FILHO, 2006). Reproduzindo a passagem pertinente da *Teoria Geral*:

O Estado deverá exercer uma influência orientadora sobre a propensão a consumir, em parte através de seu sistema de tributação, em parte por meio da fixação da taxa de juros e, em parte, talvez, recorrendo a outras medidas. Por outro lado, parece improvável que a influência da política bancária sobre a taxa de juros seja suficiente por si mesma para determinar um volume de investimento ótimo. Eu entendo, portanto, que uma socialização algo ampla dos investimentos será o único meio de assegurar uma situação aproximada de pleno emprego, embora isso não implique a necessidade de excluir ajustes e fórmulas de toda a espécie que permitam ao Estado cooperar com a iniciativa privada (KEYNES, 1996, p. 345).

Para Keynes, a socialização do investimento representa apenas uma forma de reforçar o capitalismo, não se tratando de nenhum socialismo estatal, pois não atinge, nem deveria atingir os meios de produção. Ao defender intervenção do estado na economia, ou seja, o fim da política de *laissez-faire*, ele visa introduzir a ideia de que o Estado poderia e deveria interferir na economia, reduzindo as incertezas que cercam as decisões econômicas, mas sem competir com os investimentos privados (AFONSO, 2012, p. 59). De acordo com Carvalho (2008), a política fiscal de Keynes, a partir de uma política de gastos públicos, especialmente, em investimentos públicos, poderia ser compreendido via efeito multiplicador.

O impacto do gasto público sobre a demanda agregada e sobre o nível de atividades é semelhante, na teoria keynesiana, ao do gasto com investimentos privados. Cada real gasto pelo governo se transforma em renda para o agente privado que lhe fornece bens e serviços. Com sua renda aumentada pelo valor do gasto público, o agente privado amplia os seus próprios gastos de consumo, de acordo com sua propensão marginal a consumir, aumentando, deste modo, a renda daqueles que atendem à sua demanda de consumo. Também esses últimos consumirão parte da renda que receberam, poupando o restante, transmitindo o impulso de aumento de demanda para os seus próprios fornecedores. Este processo pelo qual a despesa inicial, no caso o gasto público, induz gastos de consumo adicionais é o que Keynes chamou na Teoria Geral de multiplicador (CARVALHO, 2008, p. 15-16).

Em síntese, Keynes contrapunha-se a teoria econômica precedente por negar a existência de crises e atribuir ao Estado o dever de realizar uma política econômica adequada para compensar a insuficiência da demanda efetiva privada, ou seja, o Estado passa a ter um papel econômico importante na forma de política fiscal utilizada em particular nos anos finais da II Guerra Mundial para sustentar o pleno emprego.

3.6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste capítulo, buscou-se apresentar principalmente os ensinamentos da Lei de Say, a visão de Keynes sobre as flutuações cíclicas ao longo da década de 1920, o desenvolvimento do conceito de multiplicador, princípio da demanda efetiva como sendo o ponto de partida para sua teoria da produção e do emprego e a legitimação da participação do Estado na política econômica através da política monetária e, principalmente, fiscal.

A Lei de Say, base do arcabouço teórico ortodoxo consubstanciada na expressão “a oferta cria a sua própria demanda”, diz que todos os rendimentos gerados no processo de produção são canalizados para a compra de bens e serviços produzidos pela indústria. Assim, a Lei de Say sob o regime do *laissez-faire*, juntamente com a utilização da moeda somente como meio de troca, conduz ao pleno emprego e a impossibilidade do aparecimento das crises econômicas de longa duração. Contudo, sua hegemonia se desfez com a crise econômica de 1929-1933, já que sua aplicabilidade não resolveu o problema do desemprego involuntário.

Dentre os economistas de Cambridge, que desenvolveram as ideias de Marshall sobre a teoria do ciclo, Keynes foi o principal defensor da estabilidade dos níveis de preços para acabar com as flutuações cíclicas. Ao longo dos anos de 1920, Keynes acreditou que uma política puramente monetária era o suficiente para estabilizar a economia, apesar de criticar a política monetária guiada pelos princípios do *laissez-faire* e o automatismo do padrão ouro. Nesta época, Keynes ainda considerava a política fiscal expansionista como sendo a *second-best*. Contudo, ele já compreendia a importância dos investimentos públicos com despesas de obras públicas e a série de repercussões de gastos domésticos adicionais. Ainda assim, Kahn foi o personagem principal no desenvolvimento do multiplicador, mostrando os efeitos do investimento público sobre o emprego primário e secundário. Que seria reformulado e adotado por Keynes em sua principal obra.

Na *Teoria Geral*, escrita durante a Grande Depressão e publicada em 1936, Keynes contrapunha-se à macroeconomia ortodoxa por negarem a existência de crises e defenderem uma teoria auto-reguladora, na qual qualquer desajuste no sistema econômico acabaria através da flexibilidade dos salários e preços, assegurando, assim, automaticamente o pleno emprego. Nela Keynes desenvolve o princípio da demanda efetiva como sendo o ponto de partida para sua teoria da produção e do emprego. O princípio da demanda efetiva age através do consumo e, principalmente, do investimento. Sendo o primeiro em função da renda e o segundo em função da taxa de juros e da eficiência marginal do capital.

Como durante a crise econômica a política monetária de redução da taxa de juros não é o suficiente, haja vista que esta não consegue encorajar os agentes econômicos a abrir mão de sua liquidez, Keynes defendia uma política de gastos públicos. E, para evitar que a crise volte a se repetir, Keynes propõe a “socialização do investimento”, ou seja, o aumento da intervenção do Estado através de políticas apropriadas de investimento público via multiplicador, sem competir com a iniciativa privada.

4 - A NATUREZA DA POLÍTICA ANTICÍCLICA

4.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS

Na segunda seção deste terceiro capítulo discorrer-se-á sobre o plano de financiamento de guerra inglês proposto por Keynes, em 1940, através do seu panfleto denominado *How to Pay for the War: A Radical Plan for the Chancellor of the Exchequer*. Nesta obra, Keynes propõe ao governo inglês que a transferência de recursos para o esforço de guerra seja feita principalmente por poupança compulsória, dado que esta seria a forma mais justa de conseguir os recursos para o esforço bélico, uma vez que representaria um confisco momentâneo do consumo a ser devolvido no pós II Guerra Mundial.

A terceira seção tem como objetivo apresentar a visão de Keynes sobre política fiscal via gastos sociais e via investimento, ou seja, política fiscal anticíclica. A partir dos anos 1940, Keynes passou a dar maior atenção à situação do pós-guerra para evitar a volta da depressão. Neste contexto, Keynes desempenhou papel ativo no desenvolvimento do esquema de seguridade social inglês, ajudando a garantir a sua viabilidade financeira. O assim chamado *The Beveridge Plan* promoveu a distribuição de renda através da proteção contra perdas de rendimentos, contribuindo para estabilizar a produção e o emprego.

A política fiscal preventiva proposta por Keynes era baseada em um programa de investimentos públicos ou semi-públicos de larga escala e de longo prazo. O objetivo era evitar as crises de insuficiência de demanda efetiva em períodos de maior incerteza. Para tanto, Keynes propôs que o governo inglês atuasse com dois orçamentos separados: um orçamento ordinário para os gastos correntes, complementado por um orçamento de capital para o investimento público.

4.2 O FINANCIAMENTO DE GUERRA

Como visto no capítulo final da *Teoria Geral*, Keynes já considerava, em 1936, que o grau de concentração de renda resultante da liberdade de escolha individual entre consumo e acumulação de capital era excessivo e, conseqüentemente, danoso para a economia capitalista. Dessa forma, Keynes aproveitou a oportunidade apresentada pela necessidade de mobilização de recursos em grande escala em prol da II Guerra Mundial para propor a criação de instrumentos de intervenção estatal que complementariam, conjuntamente, objetivos econômicos e sociais (CARVALHO, 2006, p. 46-47).

Com a deflagração da II Guerra Mundial em 03 de setembro de 1939, Keynes escreveu um artigo sob o título "*Paying for the War*", publicado no *The Times*, nos dias 14 e 15 de novembro de 1939. Neste artigo, Keynes constatou que o problema era como transferir os recursos para o esforço de guerra sem gerar inflação. Derivado desse artigo, em fevereiro de 1940, Keynes publicou o panfleto *How to Pay for the War: A Radical Plan for the Chancellor of the Exchequer*. Seu propósito consistia em propor ao governo inglês uma forma de financiamento dos gastos de guerra, sem criar pressões inflacionárias para economia e, ao mesmo tempo, elaborar um plano de justiça social para redistribuir a renda e a riqueza (SKIDELSKY, 1999, p. 111-112). Como indicou Carvalho (2006, p. 58).

A oportunidade de reforma política econômica aberta por ocasiões excepcionais como a grande depressão dos anos 1930 ou a Segunda Guerra Mundial abre a possibilidade de que se persiga não apenas melhoras na eficiência do sistema econômico, na sua capacidade de motivar a plena utilização dos recursos produtivos disponíveis, como também sua equidade. Foi precisamente essa percepção que levou Keynes a redigir seu *How to Pay for the War*, onde propôs um plano tanto de regularização da demanda agregada como de redistribuição de renda e riqueza.

Conforme observado por Carvalho (2006), se o esforço de guerra permitiria que a demanda agregada atingisse o nível de pleno emprego, ao mesmo tempo ele prejudicaria a oferta agregada devido à diminuição da força de trabalho por causa da convocação de soldados pelas forças armadas. A expansão do emprego derivada do acréscimo no nível de produção elevou a renda total. Muito desse crescimento, na visão de Keynes (1940), ocorreu pelo pagamento de horas extras e pelo emprego remunerado das mulheres, crianças e aposentados que não estavam anteriormente ocupados. Keynes (1940) ainda considerava que a produção poderia ser aumentada através da absorção dos trabalhadores segurados.

Assim, numa economia de pleno emprego²⁴, precisava-se encontrar uma forma de redução do poder de compra da população civil para que a elevação da produção fosse totalmente destinada ao esforço de guerra. Ou seja, o aumento na renda dos trabalhadores derivado da maior produção deveria ser transferido ao governo para que os gastos de guerra pudessem ser efetivamente realizados (CARVALHO, 2006, p. 48).

O caráter do problema, na interpretação de Keynes, consistia em definir de maneira mais sábia o que seria destinado para o gasto em consumo civil e o que seria destinado para fins militares. O consumo civil resultava da soma de tudo que era produzido internamente mais as importações, menos a soma das exportações e das necessidades de guerra. Keynes

²⁴ Para Keynes (1940), a guerra teria trazido uma oportunidade de a economia atingir o pleno emprego. Mas o volume substancial de desemprego remanescente não seria mais causado por uma deficiência da demanda e sim devido a uma falha de organização, em certa parte inevitável em tão curto espaço de tempo, mas em outra evitável caso houvesse mais energia e inteligência do governo.

estimou que a despesa do governo inglês com a guerra seria de 1.850 milhões de libras esterlinas. Desse valor, o governo poderia retirar £150 milhões da depreciação acumulada e £350 milhões de ativos e empréstimos no exterior, restando financiar £1.350 milhões através de impostos adicionais e poupanças (voluntária ou compulsória). Sem um plano abrangente para diminuir a demanda, a restrição do consumo civil ocorreria através da inflação e da escassez de mercadorias, método por ele considerado injusto e ineficiente. Injusto porque beneficiaria a classe mais rica e ineficiente porque exerceria uma pressão desfavorável sobre a balança comercial, uma vez que desviaria bens da exportação e estimularia as importações, diminuindo assim as reservas estrangeiras e, desta forma, prejudicando o esforço bélico. As outras formas de restringir o consumo e, principalmente, transferir o poder de compra para o governo, e assim solucionar o problema do aumento da renda gerada pelo aumento do emprego, residiriam na criação de novos impostos ou aumento dos já existentes, da inflação controlada, da poupança voluntária e da poupança compulsória (CARVALHO, 2006, p. 48-52; KEYNES, 1940, p. 2-7).

O aumento dos impostos ou a criação de novos, como o imposto sobre vendas e o imposto sobre salários resolveria o problema do aumento do consumo privado e o transferiria para as mãos do governo. No entanto, na interpretação de Keynes, este tipo de transferência de renda não seria justa, posto que privaria os trabalhadores de se beneficiarem dos seus rendimentos oriundos da carga de trabalho mais pesada. As políticas oficiais inflacionárias também seriam outra forma de confisco de renda, dado que o aumento dos preços dos bens disponíveis anularia o poder de compra adicional dos trabalhadores obtido em função do aumento da produção. A transferência do poder de compra através da alta de preços seria mais complexa que o da criação ou aumentos de impostos, já que não corresponderia a uma imediata transferência de recursos para o governo. Esta transferência se daria em parte através dos impostos pagos pelas empresas e restaria completada mediante a tomada de empréstimos pelo governo (CARVALHO, 2006, p. 48-52; MOGGRIDGE, 1976, p. 96).

Assim como os impostos, a inflação resultaria um meio de confisco de renda injusto, uma vez que os trabalhadores renunciariam completamente ao consumo da renda adicional para o financiamento da guerra. Na análise de Keynes (1940), a inflação seria a alternativa mais onerosa para os trabalhadores com menores rendimentos e a mais vantajosa para a classe mais rica e empreendedora. Como se pode ler em *How to Pay for the War*:

Inflation will be the most burdensome alternative, since this will inevitably bring some advantage to the entrepreneur class, and might cost the worker 20 per cent in terms of the real value of his earnings. Inflation will also be the most burdensome on the smallest incomes,—a defect it shares with a general sales-tax. New taxes, such as a sales-tax or a wages-tax, or old taxes aided by inflation are alike in that they

finally deprive the workers of the benefit of their earnings from their heavier burden of labour (KEYNES, 1940, p. 29).

Como, no entendimento de Keynes, não era possível que os trabalhadores como um todo consumissem a renda adicional derivada do esforço de guerra, e sendo o confisco de renda através dos impostos e da inflação uma injustiça com os trabalhadores, havia apenas duas alternativas a escolher, a saber: o confisco de renda via poupança voluntária ou, então, via poupança compulsória, representando um adiamento do consumo e não uma renúncia total (KEYNES, 1940, p.8-12).

A poupança voluntária era uma forma de confisco de renda por meio da qual os trabalhadores adiariam o consumo de acordo com as suas respectivas necessidades. Keynes calculava que pelo menos 400 milhões de libras esterlinas poderiam vir da poupança voluntária, restando 950 milhões a serem financiados pelos impostos diretos e poupança compulsória. Contudo, essa forma de confisco, além de não ser o suficiente, sofria a limitação da incerteza com relação a sua eficiência (KEYNES, 1940, p. 28-29). Para Carvalho (2006), sua eficácia dependeria, inicialmente, do volume de renda que os trabalhadores destinariam para o consumo (propensão a consumir) e da preferência pela liquidez.

Como Keynes acreditava que a transferência voluntária resultaria insuficiente e incerta, ele propõe o confisco de renda adicional via poupança compulsória, que solucionaria o problema do financiamento de guerra sem injustiça social. Seu propósito era retirar uma proporção variável da renda de cada trabalhador durante a guerra e devolvê-la no final da mesma, ou seja, o consumo adiado seria equivalente a dívida pública, a ser dividida com todas as classes sociais, e não apenas para a classe capitalista (KEYNES, 1940, p. 30-31).

Na análise de Ferrari Filho (2006), a poupança compulsória apresentada por Keynes tinha como finalidade o confisco momentâneo da renda dos trabalhadores, visando com isso,

(i) aumentar as receitas governamentais, então imprescindíveis para financiar os gastos do governo inglês com a Segunda Guerra Mundial, e (ii) contrair a demanda agregada, evitando, assim, pressões inflacionárias. Por sua vez, a “poupança compulsória” acumulada seria devolvida aos indivíduos ao final da guerra (FERRARI FILHO, 2006, p. 229).

Este esquema de confisco de renda, na visão de Carvalho (2006), teria o mesmo resultado imediato do imposto e da inflação, ou seja, impediria que os trabalhadores gastassem a renda adicional recebida pelo seu esforço. No entanto, a longo prazo, os efeitos seriam bem diferentes, pois a poupança compulsória acumulada durante o período de guerra se transformaria numa reserva de dinheiro à disposição de cada trabalhador. Desse modo, ao contrário do que ocorreu na I Guerra Mundial, quando a classe trabalhadora deu seu trabalho

em troca de nada, por causa da corrosão inflacionária, dessa vez os trabalhadores iriam adquirir uma carteira de títulos públicos que poderia ser liquidada em período posterior.

Para colocar em prática a poupança compulsória, Keynes elaborou um plano com quatro prescrições. A primeira envolvia determinar que proporção das remunerações de cada trabalhador deveria ser adiada, ou seja, retirada do consumo imediato. A segunda compreendia atender esse consumo adiado sem aumentar a dívida nacional por meio de um imposto geral sobre o capital após a guerra. A terceira prescrição consistia em proteger de quaisquer reduções no seu consumo corrente aqueles cujo padrão de vida estivesse abaixo de certo mínimo. A quarta e última prescrição era garantir que os salários reais dos trabalhadores, em relação à cesta básica de consumo, não sofressem com as pressões inflacionárias (KEYNES, 1940, p. 10-12).

Como, para Keynes, restariam 950 milhões de libras esterlinas a serem retirados do consumo civil para o financiamento de guerra, a proporção retirada das remunerações de cada trabalhador variaria entre impostos diretos e poupança compulsória. Keynes sugere que cerca de 500 milhões de libras esterlinas viessem a ser levantados pela tributação, mais do que isso, segundo ele, poderia comprometer a justiça e a eficiência, enquanto o restante poderia ser levantado por poupança compulsória. Mesmo se todo rendimento em excesso dos trabalhadores com mais de 500 libras por ano²⁵ fosse taxado, o montante gerado para o financiamento de guerra não seria o suficiente. Seguir-se-ia então que uma contribuição importante deveria ser obtida de uma forma ou de outra pelo grupo de renda abaixo de £500 por ano (KEYNES, 1940, p. 20-26).

Assim, conforme Keynes, não seria sensato supor que a guerra pudesse ser financiada sem colocar algum fardo sobre a camada recipiente de renda abaixo de £ 250 por ano, grupo que representaria cerca de 88 por cento da população. Dessa forma, a única questão a ser analisada seria o tamanho da contribuição desta classe e como ela pode ser obtida com menos sacrifício e mais justiça. Segundo Keynes, a maior parte dos novos impostos deveria recair sobre os grupos de renda de £ 250 ou mais, e a maior parte da contribuição dos grupos de rendimentos mais baixos não deveria assumir a renúncia pura e total da renda adicional, mas sim assumir a forma de poupança compulsória. Uma porcentagem de toda a renda dos trabalhadores com rendimento acima de £ 250 deveria ser paga ao governo em parte como impostos diretos, crescendo acentuadamente à medida que o nível de renda aumentasse, e em

²⁵ Keynes (1940) divide os grupos de renda entre: abaixo de £250 por ano, entre £250 e £500 por ano, e acima de £500 por ano. Para Skidelsky (1999, p. 112) na falta de dados estatísticos oficiais sobre a renda nacional, Keynes apresentava estimativas baseadas na obra de Colin Clark sobre produção e renda tributável, a divisão dos gastos totais entre os setores do governo e o privado e a distribuição de renda, tudo em preços de 1939.

parte como pagamento diferido depositado na conta do trabalhador em um banco de poupança dos correios e devolvida até se iniciar a primeira depressão pós II Guerra mundial (KEYNES, 1940, p. 20-26).

Logo, para Carvalho (2006, p. 54), "a progressividade do esquema de poupança em conjunto com a progressividade das alíquotas de impostos, especialmente o imposto de renda, reforçaria ação fortemente redistributiva da política fiscal". Desse modo, a primeira prescrição colocaria encargos mais pesados sobre as classes mais ricas e permitiria alívios especiais aos mais pobres. Como descrito por Keynes:

[S]ince the increased war incomes of the lower income groups probably represent increased work to a greater extent than in the case of the higher income groups, the contribution of the former should be mainly in the form of deferment of earnings and the contribution of the latter mainly in the shape of increased taxation (KEYNES, 1940, p. 36).

A segunda prescrição está relacionada à devolução da poupança compulsória pós-guerra. Keynes (1940) propôs o estabelecimento de um imposto sobre o capital para obter a quantidade de dinheiro necessária para devolver aos trabalhadores o dinheiro poupado por eles. Este imposto poderia ser cobrado apenas uma vez e numa data próxima do fim da guerra. Entretanto, havia alguns casos especiais em que a poupança compulsória poderia ser retirada antes do fim da guerra, como por exemplo, para pagar a dívidas contraídas pela compra de residências anterior à guerra, para o pagamento de direitos de morte e para a compra de novo seguro de vida ou uma política de doações. Para Carvalho, estas exceções evidenciariam ainda mais a natureza distributiva do plano de Keynes.

[A] provisão de um imposto sobre o capital para a garantia da dívida criada pelo plano de Keynes, acentuava a natureza reformista de sua proposta: não apenas os trabalhadores se tornariam proprietários de ativos, mas haveria uma efetiva redistribuição de ativos, com os capitalistas transferindo parte de sua riqueza aos trabalhadores (CARVALHO, 2006, p. 54).

Como a poupança compulsória diminuía o poder aquisitivo dos trabalhadores, a terceira prescrição estabelecia categorias de isenção do esquema de poupança compulsória quando a renda do trabalhador estivesse abaixo de um certo mínimo. Keynes propôs que os rendimentos abaixo de 35 *shillings* por semana para os solteiros e 45 *shillings* por semana para os casados ficassem isentos do pagamento diferido. Com isso, evitar-se-ia que o rendimento do grupo de menor renda fosse afetado pelo esforço de guerra, efetuando uma distribuição considerável dos rendimentos no sentido de uma maior igualdade (KEYNES, 1940, p. 39).

Nas prescrições indicados para o financiamento de guerra, Keynes (1940) mencionou apenas a taxaço e a poupança compulsória como forma de retirar do mercado uma proporção

adequada do poder de compra dos trabalhadores. Keynes, como outros economistas, acreditava que a combinação de racionamento de mercadorias e fixação de preços pudesse evitar o aumento dos salários. Contudo, diferentemente dos demais, Keynes não acreditava que essas medidas seriam o bastante para retirar poder de compra dos trabalhadores na medida requerida pelas necessidades de financiamento do governo.

A objeção central de Keynes ao racionamento e ao controle de preços estava na grande diferença do hábito pessoal de um homem para outro. Para ele, somente se as necessidades e gostos fossem todas iguais, não haveria nenhuma perda real na abolição da escolha dos consumidores. No entanto, como há essa diferença de preferências pessoais, o racionamento e o controle de preços levariam a grandes injustiças de distribuição e a um grande desperdício de dinheiro. Sendo assim, Keynes sugere que a primeira maneira de retirar o poder de compra do consumidor seja através dos impostos ou poupança compulsória, pois isso permitiria que o trabalhador tivesse livre escolha para decidir gastar entre os diferentes artigos de consumo. Só eventualmente o governo devia elaborar um leque limitado de elementos essenciais para racionar e, desse modo, evitar um aumento do custo da cesta básica de artigos para o consumo (KEYNES, 1940, p. 51-52).

Portanto, o plano de financiamento de guerra, além de servir como instrumento distributivo, contribuiu para combater o desemprego e regularizar o ciclo. Conforme Skidelsky (1999) foi a primeira importante aplicação prática do princípio da demanda efetiva, proposta por Keynes na Teoria Geral. Pois, conforme Carvalho (2006), o financiamento de guerra, principalmente através da poupança compulsória, buscava reduzir a demanda agregada quando o ponto de demanda efetiva estivesse acima do pleno emprego (como seria o caso II Guerra Mundial), removendo o excesso de demanda dos consumidores e devolvendo o poder de compra quando a demanda agregada desse sinal de queda.

4.3 KEYNES E A POLÍTICA FISCAL

Como para Keynes, as economias capitalistas estão sujeitas a alternar momentos de insuficiência e excesso de demanda efetiva, a política fiscal anticíclica desempenha um papel fundamental de gerenciamento da demanda efetiva. Neste sentido, após trabalhar intensamente para desenvolver o esforço de guerra (*How to Pay for the War*), Keynes passou a dar maior atenção à situação do pós-guerra para evitar a repetição do elevado desemprego na Grã-Bretanha no período entreguerras. O foco seria diferente à época da Grande Depressão. A partir dos anos de 1940, o referencial temporal não era mais o curto prazo e, sim

o longo prazo com o objetivo de buscar o desenvolvimento econômico e social (MOGGRIDGE, 1976, p. 99-103).

Como visto na seção 3.5 desta dissertação, se para enfrentar a crise, a função básica do Estado era fazer uma política fiscal de gastos públicos para disparar o multiplicador da demanda e da renda. Agora, para Keynes, o papel do Estado seria o de atenuar as oscilações cíclicas e evitar que a crise voltasse, a ponto de gerar uma recessão, ou até mesmo uma depressão. Assim, para evitar que tais problemas voltassem, a nova função da política fiscal seria a preventiva e a estabilizadora, via gastos sociais e via investimento (AFONSO, 2012, p. 51).

4.3.1 POLÍTICA FISCAL VIA GASTOS SOCIAIS

Entre junho de 1941 e novembro de 1942, Keynes, convidado por William Beveridge, participou ativamente da elaboração do plano de financiamento do sistema de seguridade social inglês. Keynes, juntamente com outros economistas envolvidos na redação do *Beveridge Report*, contribuíram para a consolidação, anos depois, do Estado do Bem-Estar Social inglês, também chamado de *Welfare State*²⁶ (AFONSO, 2012, p. 70; GOBETTI, 2008; p. 21). As discussões acerca do *Beveridge Report*²⁷, o qual veio a ser amplamente divulgado a fim de estimular a participação pública, foram coordenadas por Beveridge. Pretendia-se, em resumo, planejar e propor reformas de seguridade social, além de garantir um nível aceitável de padrão de vida para a sociedade como um todo e promover certa distribuição de renda e riqueza. (KEYNES, CWJMK XXVII, 1980, p. 223-224).

Beveridge escreveu para Keynes sugerindo uma conversa sobre como o seu esquema poderia ser financiado. Keynes ficou bastante entusiasmado com o memorando de Beveridge sobre as reformas de seguridade social e ofereceu sugestões para torná-la mais viável, o que pode ser visto pelo seguinte trecho de sua carta a Beveridge, em 17 de março de 1942: "[...] let me say that I have read your Memoranda, which leave me in a state of wild enthusiasm for your general scheme. I think it a vast constructive reform of real importance and am relieved to find that it is so financially possible" (KEYNES, CWJMK XXVII, 1980, p. 204).

No âmbito dos debates em torno do *Beveridge Report*, Keynes, contudo, escreveu em 20 de julho de 1942 uma extensa carta, denominada *Beveridge Proposals*, para Richard

²⁶ Conforme Gobetti (2008, p. 21) "embora o *welfare state* esteja muitas vezes associado ao pensamento "intervencionista" de Keynes, sua montagem pelo Partido Trabalhista inglês foi inspirada no relatório de William Beveridge (1942), um economista de claras convicções liberais".

²⁷ Encontram-se no Capítulo 4 do volume XXVII dos *Collected Writings of John Maynard Keynes*, intitulado *Beveridge Report*.

Hopkins, em que ele criticou alguns pontos da proposta inicial de Beveridge, como por exemplo, a elevada tributação dos salários para pagar os benefícios de pensões. Após, considerou o financiamento sugerido do esquema, até certo ponto, como uma ficção.

The "fund" also is, admitted, to some extent a "fiction"! Certainly it is not a be fund in any actuarial sense. Nevertheless, it has, surely, most important advantages. We need to extend, rather than curtail, the theory and practice of extra-budgetary funds for state operated or supported functions. [...]

The objection to the contributory system and the Fund is not really, I suggest, to the principle of contribution to a Fund, but partly to the particular method of a poll tax and partly to the inevitable inadequacy of the contribution so long as it is a poll tax. For everyone knows the objection to a poll tax of significant amount, which is unrelated either to profits or to earnings. But to have a better and more adequate contributory system leads us straight to a far-reaching reform of the income tax - which we all know is needed anyhow (KEYNES, CWJMK XXVII, 1980, p. 224-226).

Keynes esboçou, para fins de ilustração, uma tributação preliminar alternativa, envolvendo os seguintes pontos: (1) contribuições para seguridade que incidissem sobre todos os salários, sem exceção ou incentivo; (2) impostos sobre o lucro das empresas; (3) impostos sobre a propriedade; (4) imposto progressivo sobre o rendimento de todos os indivíduos, com certas concessões apenas para dependentes. Deste modo, o fundo composto pela arrecadação das contribuições financiaria os serviços de saúde do Estado, os subsídios de segurança social (exceto para crianças) e todas as pensões (exceto para ex-combatentes de guerra) (KEYNES, CWJMJ XXVII, 1980, p. 226-227).

Neste contexto, Keynes, considerou, que o montante da contribuição dos empregadores e dos empregados para a seguridade social deveria variar de acordo com o estado de emprego, subindo quando o desemprego cai abaixo de um nível crítico e caindo quando ele sobe acima dele. E ele destaca que a vantagem disto é que o financiamento não estaria sujeito ao atraso que se aplica à tributação direta e ainda pode entrar em vigor com a maior rapidez e ter um efeito muito rápido (KEYNES, CWJMK XXVII, 1980, p. 278).

Em *Beveridge Proposals*, Keynes também enfatizou que para financiar tais benefícios, o orçamento de segurança social deveria pertencer a uma seção do orçamento de capital ou de longo prazo, e não ao orçamento ordinário, visto que o orçamento ordinário deveria estar em equilíbrio em todos os momentos, enquanto o orçamento de capital estava concebido para flutuar com a demanda e o emprego. Ainda, de acordo com Keynes, ao viabilizar um esquema de financiamento dos gastos públicos sociais que não estivessem ligados diretamente ao ritmo da economia e, assim, livres da crise, tais despesas passariam a atuar como estabilizadores (KEYNES, CWJMK XXVII, 1980, p. 277-280). Dessa forma, como explica Afonso (2012),

em meio aos debates do *Beveridge Report* e do *White Paper on Employment policy* (1944), teria surgido a base do conceito do estabilizador.

Após 18 meses de trabalho, o plano *Beveridge* foi apresentado no documento "*Social Insurance and Allied Services*", contendo propostas específicas para estender e melhorar o então existente sistema de segurança social na Inglaterra. No relatório, o termo segurança social foi usado para designar a obtenção de um rendimento que substituiria os salários interrompidos por aposentadoria, desemprego, doença ou acidente. Desta forma, o sistema de seguro nacional financiado por contribuições iguais dos empregados, empregadores e Estado garantiria uma renda de subsistência mínima para todos os cidadãos (CARVALHO, 2009).

O programa de seguridade social desenvolvido durante os debates do *Beveridge Report*, segundo Carvalho (2009), estava em estrito acordo com o reformismo Keynesiano, porquanto promoveria a distribuição de renda e contribuiria para neutralizar a instabilidade e a insegurança decorrentes de um mercado monetário e, portanto, desempenhando um papel complementar de regularização do ciclo. Além disso, colocaria um piso na demanda agregada para que ela não caísse tanto quanto o emprego em períodos recessivos. O momento ideal para implementar a distribuição de renda, como descreve Carvalho (2009, p. 203), seria o seguinte: "[It] would be when the economy was beginning a recession so that distribution would boost aggregate demand maintaining the economy, as Keynes wrote in the *General Theory*, in a quasi-boom".

4.3.2 POLÍTICA FISCAL VIA INVESTIMENTO

Keynes, em seus últimos anos de vida, quando atuou como consultor do governo britânico, dedicou muita atenção ao tema das finanças públicas, do orçamento à dívida²⁸ (AFONSO, 2012, p. 85). Neste contexto, para o pós-guerra, Keynes propôs uma estruturação do orçamento e uma política fiscal preventiva baseada em um programa de investimentos públicos ou semi-públicos de larga escala e de longo prazo. O objetivo era mitigar as crises de insuficiência de demanda efetiva em períodos de maior incerteza, em que os agentes privados têm maior preferência pela liquidez e contraem seus investimentos. Assim, a instabilidade cíclica nos níveis de produto e emprego diminuiria (GOBETTI, 2008, p. 18).

Em *The Long-Term Problem of Full Employment*, de 25 de maio de 1943, Keynes (CWJMK XXVII, 1980, p. 320) declarou: "It seems to be agreed to-day that the maintenance

²⁸ Encontram-se no Capítulo 5 do volume XXVII dos *Collected Writings of John Maynard Keynes*, intitulado *Employment Policy*, as descrições de Keynes sobre a política orçamentária.

of a satisfactory level of employment depends on keeping total expenditure (consumption plus investment) at the optimum figure [...]". Dessa forma, o problema da manutenção do pleno emprego residia na questão de garantir a igualdade entre o investimento e a poupança.

Após a II Guerra Mundial, Keynes projetou que se seguiriam três fases. A primeira delas duraria cinco anos, quando o volume de investimento seria superior ao nível de poupança de pleno emprego, causando inflação na ausência de controles adequados e de racionamento do volume de consumo. Então, o objetivo para esse período consistia em elevar a taxa de poupança por via da restrição de consumo visando reconstruir a economia destruída pela guerra. A segunda fase duraria em média de 5 a 10 anos, marcada agora pela igualdade entre investimento e poupança de pleno emprego. A tarefa principal, nesta etapa, compreenderia evitar grandes flutuações mediante um programa estável de longo prazo. Na terceira fase, a demanda por investimento estaria saturada, e só se igualaria a poupança de pleno emprego caso o Estado encorajasse o consumo e desencorajasse a poupança (KEYNES, CWJMK XXVII, 1980, p. 321-324).

Diferentemente do período específico da Grande Depressão, quando Keynes defendia qualquer tipo de gasto público, a fim de elevar a demanda e acionar o multiplicador, agora, em outro contexto, sem crise, Keynes entende que a qualidade dos investimentos importa de fato e, por conta disso, introduziu o debate sobre a natureza e qualidade dos gastos públicos (AFONSO, 2012, p. 72-74). A importância do investimento de longo prazo para evitar as bruscas flutuações da economia fica evidente em sua carta para James Meade, em 27 de maio de 1943:

I think you lay too much stress on cure and too little on prevention. It is quite true that a fluctuating volume of public works at short notice is a clumsy form of cure and not likely to be completely successful on the other hand, if the bulk of investment is under public or semi-public control and we go in for A stable long-term program, serious fluctuations are enormously less likely to occur. I feel, therefore, that you give a little less than justice to investment under public auspices by emphasizing the deficiencies of this method in the short period, whilst underestimating their efficacy for preventive purposes and the means of avoiding the sharp fluctuations which, They have occurred, it is so difficult to offset (KEYNES, CWJMK XXVII, 1980, p. 326).

Para evitar que a depressão voltasse a se repetir ou pelo menos atenuar seus impactos, Keynes propõe que o governe gaste, principalmente, em investimento em relação às demais despesas. Ao longo da década de 1940, Keynes desenvolveu extensas reflexões sobre a natureza dos gastos governamentais e o papel fundamental do gasto com investimentos (AFONSO, 2012, p. 74). A razão principal para ele preferir tal tipo de despesa em relação ao consumo localizava-se em sua crença de que o ponto de saturação do estoque de capital ainda

não tivesse sido atingido. Além disso, para ele, resultaria interessante para o padrão de vida de longo prazo aumentar largamente o capital. Na visão de Keynes, durante os dez primeiros anos após a guerra e, provavelmente, por mais dez anos em sequência, não seria do interesse da comunidade encorajar mais gastos com alimentos e bebidas à custa dos gastos com habitação. Ademais, incentivar o consumo significaria ter que coletar por meio da tributação o que as pessoas de outra forma economizariam e dedicariam ao investimento, o que seria, em sua visão, um duro trabalho na configuração política e social existente. O posicionamento de Keynes a favor dos investimentos, por sua maior facilidade em serem induzidos comparativamente ao consumo é ressaltado em sua carta datada em 7 de julho de 1943, para o diretor do Banco da Inglaterra, Josiah Wedgwood:

There is also a subsidiary point that, at the present stage of things, it is very much easier socially and politically to influence the rate of investment than to influence the rate of consumption. No doubt you can encourage consumption by giving things away right and left. But that will mean that you will have to collect by taxation what people would otherwise save and devote to investment, all of which would be a stiff job in the existing political and social set-up. Perhaps you may say that that is a reason for getting rid of the existing political and social set-up. (KEYNES, CWJMK XXVII, 1980, p. 350).

Portanto, na visão de Afonso (2012), a principal razão para Keynes preferir investimento a consumo estaria relacionada ao caráter físico, uma vez que seu impacto no estoque de capital, especialmente em infraestrutura, agregaria capital real à economia. Apenas quando houvesse uma saturação de capital o investimento perderia tal prioridade. Contudo, existiam outros dois motivos para Keynes preferir o investimento em relação ao consumo, quais sejam, o financeiro e o macroeconômico.

Em primeiro lugar, as despesas de capital gerariam fluxos de caixa no futuro que compensariam o investimento, ou seja, apresentariam a vantagem de contribuir para pagar o próprio custo do seu projeto (GOBETTI, 2008, p. 19). Keynes evidencia esse argumento no seguinte trecho: "[...] the very reason that capital expenditure is capable of paying for itself makes it much better budget wise and does not involve the progressive increase of budgetary difficulties, which deficit budgeting for the sake of consumption may bring about [...]"(KEYNES, CWJMK XXVII, 1980, p. 320). Quanto à relevância macroeconômica do investimento, Keynes propõe como meta básica o estabelecimento de um programa de longo prazo de investimento produtivo para conter as flutuações de curto prazo e prevenir as de longo prazo, objetivando a manutenção dos níveis de renda e emprego (AFONSO, 2012, p. 80; TERRA E FERRARI FILHO, 2011).

No tocante à aplicação prática dos gastos com investimento, Keynes observou que mesmo quando os governos se convenciam da importância desse tipo de despesa para expandir a demanda agregada, eles não adotavam um programa adequado de planejamento das ações e coordenação dos gastos. Keynes notou que grande parte dos investimentos públicos britânicos e norte-americanos era realizada de forma descentralizada, ou seja, a política fiscal era conduzida sem regras claras (AFONSO, 2012, p. 81).

Desse modo, Keynes propõe que o governo britânico adote um programa de despesas públicas bem ordenadas para recuperar a expectativa favorável dos agentes privados e, assim, recuperar o nível de produção e investimento (CARVALHO, 2008). Neste aspecto, Keynes destaca que um plano de gastos públicos para suprir qualquer deficiência de demanda agregada seria de extrema importância: "[It] might give greatly increased confidence to the public that the maintenance of employment and national income was now an avowed and deliberate aim of financial and economic policy" (KEYNES, CWJMK XXVII, 1980, p. 369)

Para tanto, Keynes recomendou que o governo adotasse um orçamento muito bem organizado e defendeu uma modificação na apresentação do orçamento público tradicional de modo a conceber uma estrutura macroeconômica nova e ampla, incluindo as ações estatais e os objetivos pretendidos, no lugar do modelo anterior limitado apenas a listar as contas de governo sem delinear as políticas macroeconômicas (MOGGRIDGE, 1976, p. 103-106).

Para implementar uma política fiscal ativa, Keynes separou o orçamento em duas partes distintas: um orçamento ordinário, para os gastos corrente (custeio) e um orçamento de capital de caráter discricionário, para os investimentos do governo (KEYNES, CWJMK XXVII, 1980, p.223-228) . Para Carvalho (2008) a separação dos orçamentos era para desagregar precisamente aquelas funções de Estado que não podem ser adiadas, daquelas cuja finalidade seria anti-cíclica.

O orçamento ordinário, segundo Terra e Ferrari Filho (2011), corresponderia aos gastos de consumo corrente do governo, isto é, refere-se ao fundo de recursos necessários à manutenção dos serviços básicos fornecidos pelo Estado à população, como por exemplo, a saúde pública, educação e infraestrutura urbana. Vale destacar que este orçamento, apesar de contemplar grande parte dos gastos com a manutenção da máquina governamental, não inclui os gastos com os benefícios da seguridade social, como visto na seção 4.3.1. Nas palavras de Keynes (CWJMK XXVII, 1980, p. 225) "the social security budget should be one section of the capital or long-term Budget".

A outra parte do orçamento público, o orçamento de capital ou orçamento de longo prazo é aquele relacionado às despesas públicas referentes a investimentos produtivos

executados pelo Estado para a manutenção da estabilidade do sistema econômico. O orçamento de capital, na interpretação de Terra e Ferrari Filho (2011), seria ativado quando a demanda agregada se afastasse do nível de pleno emprego com o objetivo de regular o ciclo econômico e, assim, harmonizar o nível de produto e emprego. Neste âmbito, Carvalho (1999, p. 273) também aponta que "o orçamento discricionário, ou de capital, seria a alavanca fiscal que o governo poderia ter a sua disposição para empurrar a economia em direção ao pleno emprego ou para mantê-lo".

Em *Budgetary Policy*, de 15 de maio de 1942, enviado a Richard Hopkins, Keynes (CWJMK XXVII, 1980, p. 278) argumenta que "I should not aim at attempting to compensate cyclical fluctuations by means of the ordinary Budget. I should leave this duty to the capital budget". Dessa forma, Keynes deixa claro que as flutuações cíclicas deveriam ser compensadas pelo orçamento de capital, e não pelo orçamento corrente.

Na leitura de Keynes (CWJMK XXVII, 1980, p. 225) "the ordinary Budget should be balanced at all times". Neste enquadramento, Hermann (2006) ressalta que o orçamento ordinário careceria ser sempre equilibrado e, quando possível, superavitário. Estes *superávits* deveriam ser gerados em períodos de maior prosperidade econômica (*boom*) devido ao aumento da base de arrecadação. Neste período de ascensão econômica, os recursos excedentes do governo deveriam formar um fundo para financiar os gastos públicos, necessários nos períodos de insuficiência de demanda efetiva. Sendo assim, o orçamento corrente necessitaria estar sempre equilibrado, somente em situações excepcionais, para evitar o desemprego, poderiam apresentar desequilíbrios.

Cabe novamente ressaltar que a política fiscal pós-guerra proposta por Keynes teria a incumbência de atuar de forma preventiva e não corretiva. Isto quer dizer que o propósito desta política deveria ser o de evitar a deficiência da demanda efetiva, e não compensá-la *posteriori*. Assim, o intuito do orçamento de capital seria fornecer ao governo e ao setor privado um plano de investimentos, com as respectivas previsões de financiamento, a ser acionado tão logo surgissem indicadores de deficiência de demanda efetiva. Dessa forma, a execução do orçamento de capital seria aplicada de forma circunstancial e, dependendo da magnitude dos investimentos necessários a cada período (HERMANN, 2006).

Logo, o alvo principal do orçamento de capital é "prevent large fluctuations by a stable long-term programme. If this is successful it should not be too difficult to offset small fluctuations by expediting or retarding some items in this long-term programme" (KEYNES, CWJMK XXVII, 1980, p. 322).

Para Keynes o orçamento de capital pretendia a manutenção do equilíbrio entre poupança e investimento e, em suas palavras (CWJMK, XXVII, 1980, p. 319-320), “capital expenditure would, at least partially, if not wholly, pay for itself”. Neste sentido, Gobetti (2008), diz que o orçamento de capital deveria ser equilibrado em longo prazo com os próprios recursos que se espera conseguir com a execução plena dos projetos. Isto é, o esperado seria que os gastos fossem bem-sucedidos em criar um ambiente seguro para o investimento de capital fixo, capaz de fornecer uma renda crescente e gerar uma renda tributária suficiente para financiar a política fiscal contracíclica.

Quando necessário, o fundo de financiamento do orçamento de capital seria complementado com os *superávits* adquiridos em momentos de expansão econômica pelo orçamento ordinário (GOBETTI, 2008, p. 20). Neste sentido, Keynes (CWJMK XXVII, 1980, p. 277) declara que "I should aim at having a surplus on the ordinary Budget, which would be transferred to the capital Budget, thus gradually replacing dead-weight debt by productive or semi-productive debt [...]".

Na compreensão de Afonso (2012), Keynes teria defendido que, quando possível, o orçamento corrente deveria acumular *superávits*, seja para reduzir as dívidas em tempos normais, seja para ser transferido ao orçamento de capital e trocar dívida do tipo peso morto (déficit no orçamento corrente) pela dívida do tipo produtiva (déficit no orçamento de capital). Ou seja, nas palavras de Keynes (1980, CWJMK XXVII, p. 277), "thus gradually replacing dead-weight debt by productive or semi-productive debt"

De acordo com Carvalho (1999) uma regra importante sobre a operacionalização do orçamento de capital é que os investimentos públicos não deveriam competir com os investimentos privados, mas sim complementar. Ademais, tais despesas são normalmente relacionadas a investimentos sociais e suas decisões não são feitas por ninguém se o Estado não as fizer.

O financiamento do orçamento de capital seria complementado com a emissão de dívida pública, ou seja, baseada em *déficits* somente como último recurso e, em situações de recessão já em curso, quando a arrecadação fica comprometida e a necessidade de realização de gastos públicos é maior que a disponibilidade de fundos próprios do governo. Nestes casos, porém, torna-se também mais difícil financiar o déficit, porque tende a aumentar a preferência por liquidez dos agentes econômicos. Dessa maneira, para viabilizar a política fiscal expansiva nestes contextos de crise, a política monetária deve atuar também de forma expansiva, como coadjuvante da política fiscal (HERMANN, 2006).

Em tempos de falta generalizada de confiança entre os agentes econômicos, a política monetária de baixa taxa de juros pode contribuir com a política fiscal anticíclica para equilibrar o ciclo econômico. Entretanto, Keynes argumenta que a queda da taxa de juros, apesar da relativa eficácia, não seria suficiente por si só em estimular o investimento privado.

[I]t is not quite correct that I attach primary importance to the rate of interest. What I attach primary importance to is the scale of investment and am interested in the low interest rate as one of the elements furthering this. But I should regard state intervention to encourage investment as probably a more important factor than low rates of interest taken in isolation (KEYNES, CWJMK XXVII, 1980, p. 350).

Para Keynes, consoante Carvalho (1999) o orçamento de capital poderia ser, em último caso, deficitário, porém, o déficit em si não é um instrumento, mas sim um resultado dependente do comportamento das receitas de impostos. Embora, para Keynes, o orçamento de capital pudesse ser deficitário, muito mais importante que a geração de *déficits* seria o efeito positivo dos gastos públicos. É o gasto, e não o déficit, que importa. O necessário é que os gastos do governo sejam capazes de estabilizar a renda agregada, reduzindo as incertezas dos investidores e induzindo-os a investir.

De acordo com Carvalho (2008), muitos críticos mal informados consideraram que a política fiscal de Keynes daria legitimidade ao uso de *déficits* fiscais como forma de atingir um maior desenvolvimento econômico. Para o autor essa crítica era injustificável, uma vez que a política fiscal apresentada por Keynes defendia os gastos públicos em um nível adequado, que poderiam ser financiados via impostos, sem a necessidade de gerar *déficits* no orçamento do governo.

Keynes mostrava preocupação com o equilíbrio orçamentário desde a época das discussões sobre que tipo de sistema de segurança social deveria ser construído na Inglaterra após a II Guerra Mundial, quando ele expôs em *Beveridge Report* que seria "[...] a severe burden to meet simultaneously pensions against which no funds have been accumulated and to accumulate funds for future pensions" (KEYNES, CWJMK XXVII, 1980, p. 204-205)

Keynes deixou muito claro que sua proposta de expansão dos investimentos não tinha como objetivo criar os *déficits*. No memorando *National Debt Enquiry: The Concept of a Capital Budget*, de 21 de junho de 1945, Keynes ao analisar os investimentos públicos planejados para diminuir flutuações no investimento privado enfatizou que:

It is no part of the purpose of the Exchequer or the Public Capital Budget to facilitate deficit financing, as I understand the term. On the contrary, the purpose is to present a sharp distinction between the policy of collecting taxes less than the current non-capital expenditure of the State as a means of stimulating consumption and the policy of the Treasury's influencing public capital expenditure as a means of stimulating investment. There is time and occasions for each of the policies: but they

are essentially different and each, to the extent that it is applied, operates as an alternative to the other (KEYNES, CWJMK XXVII, 1980, p. 406)

Em suma, conforme Terra e Ferrari Filho (2011), no curto prazo, para alcançar o equilíbrio das finanças públicas, não se podia incorrer em *déficits* corrente, ou seja, o orçamento ordinário deveria estar no mínimo equilibrado, pois, os *superávits* no orçamento corrente financiavam eventuais *déficits* no orçamento de capital, então, a política de despesas públicas de Keynes visava o equilíbrio orçamentário. Entretanto, no curto prazo, o equilíbrio das finanças públicas poderia ser atingido por um *superávit* no orçamento corrente e um déficit no orçamento de capital. Pois, a tarefa principal era impedir grandes flutuações do nível de emprego com um programa de estabilização de longo prazo baseado nos gastos do orçamento de capital. Portanto, segundo Afonso (2012) Keynes não pregou um aumento do gasto público permanente e sim uma política fiscal anticíclica, em que acumule *superávits* na fase de expansão do ciclo, para ampliar os gastos na fase depressiva.

A teoria macroeconômica desenvolvida por Keynes teve grande impacto nos anos seguintes pós II Guerra Mundial e, pouco depois, tornou-se hegemônica no meio acadêmico e entre os *policymakers*. O receituário de Keynes de política fiscal foi amplamente aplicado, entre os países desenvolvidos e em desenvolvimento, do pós-guerra até o início da década de 1970, quando cenário econômico mundial ficou instável devido ao primeiro choque do petróleo e ao rompimento do sistema cambial fixo, ambos em 1973. Assim, a presença simultânea da inflação e desemprego desafiou, na prática, a hegemonia keynesiana (HERMANN, 2006).

4.4 HOUVE UMA POLÍTICA KEYNESIANA NA RECUPERAÇÃO DA GRANDE DEPRESSÃO?

Os motivos que levaram ao fim a Grande Depressão foram estudados empiricamente por vários autores, dentre eles, Christina Romer (1992) e Peter Temin e Barrie A. Wigmore (1990). Para estes autores, a recuperação econômica da década de 1930 está ligada, essencialmente, a política monetária expansionista que estimulou a economia incentivando o investimento.

Por meio da estimação dos efeitos das mudanças fiscais e monetárias, Romer (1992) concluiu que quase toda a recuperação observada na economia norte-americana antes de 1942 ocorreu mediante a expansão monetária, sendo a política fiscal de pouca importância. Para a autora, o aumento da oferta monetária deveu-se, principalmente a entrada de ouro por

intermédio de dois motivos: (i) a desvalorização do dólar em 1933, resultado de uma decisão política por parte da administração Roosevelt; (ii) a fuga de capitais da Europa a partir de 1934, em virtude da instabilidade política internacional, em consequência da crescente ameaça de uma guerra europeia.

Conforme Romer (1992), o ingresso de ouro estimulou a economia por meio da redeflação, visto que um aumento do estoque de dinheiro abaixa a taxa de juros nominal gerando expectativa de inflação. Com a expectativa de inflação fixa ou crescente, a queda da taxa de juros nominal implicou na diminuição da taxa de juros real, impulsionando a demanda agregada através da compra de equipamentos e de bens de consumo. Portanto, Romer (1992) entende que a expansão monetária foi uma fonte crucial para recuperação econômica norte-americana durante a Grande Depressão. A política fiscal, em contrapartida, pouco contribuiu para a retomada do crescimento antes de 1942.

A explicação de Temin e Wigmore (1990) para a reabilitação econômica norte-americana antes da II Guerra Mundial baseia-se no modelo de Thomas Sargent (1983) de mudanças nos regimes de políticas influenciando as expectativas dos agentes. Os autores argumentam que o novo regime de políticas macroeconômicas estabelecido por Roosevelt pouco depois de sua posse em março de 1933, alterou as expectativas e estimulou o investimento. A chave para esta mudança, segundo os autores, foi a desvalorização do dólar, promovendo a expansão fiscal e defendendo as virtudes da inflação ou da redeflação como Roosevelt denominou. Assim, para os autores, a depreciação do dólar foi o sinal de que as políticas deflacionárias implícitas pela adesão do padrão-ouro haviam sido abandonadas, influenciando positivamente os preços e a produção. Portanto, no estudo de Temin e Wigmore (1990) o fator responsável pela recuperação da depressão no meado da década de 1930 foi a mudança nas expectativas dos empresários, visto que em 1933, os investidores perceberam rapidamente que o regime político havia mudado e se adaptaram a ele.

Mazzucchelli (2009) rejeita a tese de Temin e Wigmore (1990), de que as intervenções imediatas de Roosevelt, principalmente, a desvalorização do dólar, representaram uma súbita mudança de regime, rapidamente percebida pelos agentes econômico e capaz de abruptamente reverter o curso das expectativas, possibilitando, assim, o retorno dos investimentos e a recuperação econômica. Pois, para o autor, Temin e Wigmore (1990) supõem um nível de compreensão e coerência programática que nem Roosevelt nem os *New Dealers* (partidários do *New Deal*) tinham, ou sequer poderiam ter. O autor diz:

[...] as observações de Temin (motivadas por sua simpatia com os modelos de expectativas racionais) sugerem que, em menos de dois meses da assunção do novo governo, já haveria uma clara e difundida percepção quanto às diretrizes políticas e

econômicas a serem seguidas pela administração democrata. Mais ainda, tais observações indicam que os empresários prontamente teriam aderido à “plataforma” de Roosevelt e, de imediato, retomado os investimentos (MAZZUCHELLI, 2009, p. 197).

Para Mazzucchelli (2009), assim como observou Romer (1992), a recuperação da Grande Depressão começou quando os EUA, em 1933, deixaram o sistema monetário internacional, permitindo a flutuação do dólar em relação ao ouro, e, conseqüentemente, do dólar em relação às demais moedas. Visto que tal sistema limitava a política monetária do banco central ao restringir a expansão da oferta monetária e, portanto, a queda da taxa de juros, o abandono do padrão-ouro foi fundamental para depreciação do dólar e para a expansão do crédito bancário. Sobre este ponto, o autor afirma:

[...] com os juros libertos da “escravidão do câmbio fixo”, a expansão do crédito bancário poderia, a partir de então, irrigar a economia e estimular a alta dos preços. Com a desvalorização, os constrangimentos do câmbio fixo desapareceriam. A inflação tornara-se bem-vinda e a política monetária estava doravante autorizada a assumir um perfil declaradamente expansivo (MAZZUCHELLI, 2009, p. 206).

Na interpretação de Mazzucchelli (2009), mesmo diante das baixas taxas de juros praticadas pelo FED, os fluxos de capitais privados e ouro migraram para os EUA em busca de um porto seguro, sendo os principais fatores responsáveis pela expansão da oferta monetária verificada entre 1933 e 1937. Entretanto, para o autor, a importância dos gastos públicos durante o *New Deal* não pode ser minimizada, já que a geração de emprego no âmbito dos distintos programas empreendidos pelo *New Deal* foi absolutamente significativa. O impacto das ações da *Public Works Administration (PWA)*, da *Civil Works Administration (CWA)*, do *Emergency Work Relief Program*, do *Civilian Conservation Corps (CCC)* e da *Works Progress Administration (WPA)* sobre a demanda agregada, a produção e a renda foi perceptível.

Todas as iniciativas tomadas no governo Roosevelt, no entender de Mazzucchelli (2009), tinham como objetivo a ampliação da capacidade de intervenção e regulação do governo sobre a economia, assim como o aumento dos gastos públicos. Todavia, Roosevelt era defensor do conservadorismo fiscal, pois era a favor do orçamento equilibrado. Dessa forma, os *déficits* das contas públicas eram indesejáveis e deveriam ser um fenômeno apenas transitório. Na medida em que o setor privado retomasse os investimentos e expandisse a demanda de empregos, os programas poderiam ser aos poucos abandonados.

Tabela 5 - EUA: Finanças Públicas Federais (1929-44) em milhões de dólares

Anos	Receitas	Despesas	Superávit ou Déficit (-)	Dívida Pública	Varição da dívida pública base = 1929
1929	3.862	3.127	734	16.931	-
1930	4.058	3.320	738	16.185	-4,4
1931	3.116	3.577	-462	16.801	-0,8
1932	1.924	4.659	-2.735	19.487	15,1
1933	1.997	4.598	-2.602	22.538	33,1
1934	2.955	6.541	-3.586	27.053	59,8
1935	3.609	6.412	-2.803	28.701	69,5
1936	3.923	8.228	-4.304	33.778	99,5
1937	5.387	7.580	-2.193	36.425	115,1
1938	6.751	6.840	-89	37.165	119,5
1939	6.295	9.141	-2.846	40.439	138,8
1940	6.548	9.468	-2.920	42.967	153,8
1941	8.712	13.653	-4.941	48.961	189,2
1942	14.634	35.137	-20.503	72.422	327,7
1943	24.001	78.555	-54.554	136.696	707,4
1944	43.747	91.304	-47.557	201.003	1087,2

Fonte: receitas, despesas e superávit: The budget for fiscal year 2015.

Dívida pública: Treasury Direct. Elaboração própria

Como pode ser observado na tabela 5, em 1929, ano que começou a depressão, os Estados Unidos encontravam-se com superávit de 734 milhões de dólares, ou seja, era seguido até o momento o conservadorismo fiscal de equilíbrio orçamentário. Em 1933, ano em que Roosevelt assumiu a presidência, a depressão já estava instalada e o país já possuía um desequilíbrio orçamentário com um déficit de aproximadamente 2,6 bilhões de dólares. A dívida pública, em 1929, era de quase 17 bilhões e saltou para aproximadamente 22,5 bilhões de dólares, ou seja, aumentou 33 por cento de 1929 a 1933. Com a necessidade de combater o desemprego, Roosevelt expandiu os gastos públicos. Entre os anos de 1933 a 1936 houve um aumento das despesas, com exceção de 1935. Assim, esses anos foram marcados por *déficits* e, conseqüentemente, aumento da dívida pública que em 1936 alcançou praticamente 34 bilhões de dólares.

Após ser reeleito em 1936, Roosevelt buscou acabar com os recorrentes saldos negativos tentando assim promover o equilíbrio das contas públicas. Em 1937 e 1938 houve uma queda significativa dos déficits, alcançando o patamar de apenas 89 milhões de dólares em 1938. Entretanto, a partir de 1939 devido aos resultados macroeconômicos ruins da

austeridade fiscal, o governo voltou a expandir os gastos e, a partir 1941, com o ingresso dos norte-americanos na II Guerra Mundial os *déficits* alcançaram valores realmente elevados, e em 1943 alcançou a cifra recorde de 54,5 bilhões de dólares no período analisado.

Na visão de Mazzucchelli (2009), as despesas públicas durante o *New Deal* foram importantes para a geração de emprego. Assim como, para o autor, mais importante do que qualquer resultado econômico do *New Deal* foi o seu alcance político.

[...] muito mais importante do que as contradições e os eventuais erros ou insuficiências em sua implementação. O aspecto mais decisivo do *New Deal* foi o reconhecimento explícito que somente a intervenção consciente do Estado poderia livrar a nação dos efeitos dissolventes da concorrência desabrida (Mazzucchelli, 2009, p. 239).

Tabela 6 - EUA: Indicadores Econômicos Seleccionados (1929-44)

Ano	PIB (em bilhões de dólares)	Variação do PIB (base = 1929)	Produção Industrial (base = 1929)	Taxa de inflação (variação percentual anual)
1929	104,6	-	100	0.0%
1930	92,2	-11,9	83,1	-2.7%
1931	77,4	-26,0	68,8	-8.9%
1932	59,5	-43,1	53,7	-10.3%
1933	57,2	-45,3	63,6	-5.2%
1934	66,8	-36,1	69,0	3.5%
1935	74,3	-29,0	79,9	2.6%
1936	84,9	-18,8	94,3	1.0%
1937	93	-11,1	103,2	3.7%
1938	87,4	-16,4	81,6	-2.0%
1939	93,5	-10,6	100,2	-1.3%
1940	102,9	-1,6	115,7	0.7%
1941	129,4	23,7	146,1	5.1%
1942	166	58,7	167,7	10.9%
1943	203,1	94,2	203,7	6.0%
1944	224,6	114,7	219,0	1.6%

PIB: Bureau of Economic Analysis. Produção Industrial: Federal Reserve Bank of St. Louis

Varição percentual: Federal Reserve bank of minneapolis. Elaboração Própria.

Por intermédio da tabela 6 é possível ver que os resultados econômicos alcançaram valores significativos, além do alcance político já mencionado. Os anos entre 1929 e 1933 foram marcados pela deflação dos preços, queda do PIB de 104,6 bilhões de dólares para 57,2 bilhões e pela redução de 36,4% da produção industrial. Após 1933, a deflação dos preços foi superada, com exceção dos anos de 1938 e 1939. O PIB e a produção industrial deixaram de

cair e voltaram a crescer de forma tímida, com exceção do ano de 1938 devido à austeridade fiscal feita por Roosevelt em 1937. Todavia, como se observa na tabela acima, foi somente a partir de 1941, em virtude das necessidades impostas pela guerra, que os Estados Unidos conseguiram superar a depressão, no qual o PIB alcançou em 1941 valores observados em 1929.

A conclusão que decorre sobre o *New Deal*, na visão de Mazzucchelli (2009, p. 235) "não é a da inexistência de uma política fiscal expansiva, mas sim da existência de uma política fiscal que poderia ter sido mais expansiva", como aconselhado por Keynes. Para o autor, a insuficiência dos gastos públicos decorreu da afeição de Roosevelt ao dogma dos orçamentos equilibrados e da falta de organização na elaboração das diretrizes para a recuperação econômica.

A ingerência de Keynes durante a maior parte da década de 1930 foi limitada nos EUA, não sendo o *New Deal* formulado a partir de uma visão keynesiana de mundo. Isso não quer dizer que não haja elementos do keynesianismo no *New Deal*. Cabe destacar a sua carta aberta ao presidente Roosevelt, publicada no *New York Times* em 31 de dezembro de 1933 (PRADO, 2009). Nessa carta, Keynes (1933) aconselhou Roosevelt a iniciar uma recuperação econômica para aumentar a produção e o emprego, e a ação principal era o aumento do gasto público. Assim como, criticou algumas políticas como a ênfase dada as reformas, mas apoiou a criatividade *do New Deal*. Na sua explanação:

If you fail, rational change will be gravely prejudiced throughout the world, leaving orthodoxy and revolution to fight it out. But if you succeed, new and bolder methods will be tried everywhere, and we may date the first chapter of a new economic era from your accession to office (KEYNES, 1933, p.1).

Conforme Mazzucchelli (2009), a política fiscal desempenhou um papel relativamente pequeno para estimular a recuperação econômica norte-americana. Para o autor, a recuperação econômica ocorreu através da combinação de uma série de fatores, como a ampliação dos gastos públicos, o crescimento real dos salários, a elevação da renda agrícola, a redução nas taxas de juros, a estabilização do sistema bancário e o abandono explícito das políticas deflacionárias do padrão-ouro. Contudo, o fim da Grande Depressão só aconteceu quando os Estados Unidos entraram, em dezembro de 1941, na II Guerra Mundial. O ingresso na guerra acabou com o isolamento norte-americano frente às questões internacionais e com a rejeição ao gasto público enquanto instrumento de recuperação econômica devido às inevitáveis e necessárias despesas militares.

Neste sentido, a conclusão do trabalho alinha-se com a interpretação de Mazzucchelli (2009), pois Roosevelt não implementou uma política de elevados gastos públicos como

proposto por Keynes para disparar o multiplicador do investimento. Embora, como visto na tabela 5, o governo dos Estados Unidos tenha mais que dobrado as suas despesas entre 1933 e 1940, o aumento dos gastos públicos não foi o suficiente para acabar com a depressão, tendo em vista que as ações implementadas durante o New Deal estavam mais focadas na reformas sociais e econômicas e limitadas pelo apreço de Roosevelt junto ao equilíbrio orçamentário. Foi preciso esperar até a entrada norte americana na II Guerra Mundial para ver um compromisso do governo em aumentar realmente os gastos públicos e deixar de combater o aumento dos déficits orçamentários. Portanto, sem a guerra, a política Keynesiana de submeter a política fiscal para estimular a demanda e, assim, acabar com a depressão não seria implementada.

4.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Mediante este capítulo, procurou-se mostrar que alguns anos após a publicação da *Teoria Geral*, Keynes passou a participar efetivamente de duas propostas de reformas sociais. A primeira começou com um debate sobre os métodos para financiar a II Guerra Mundial e a segunda foi o debate sobre as propostas específicas para estender e melhorar o então existente sistema de segurança social na Inglaterra.

Neste cenário, através do *How to Pay for the War*, Keynes propôs que a transferência de recursos para o esforço de guerra fosse feita principalmente pela poupança compulsória, pois não representaria uma perda de renda dos trabalhadores, já que essa renda acumulada seria devolvida aos trabalhadores ao final da guerra. E através do Plano *Beveridge*, Keynes desempenhou um papel ativo no desenvolvimento da reforma de seguridade social, ajudando a garantir sua viabilidade financeira, discutindo direitos, contribuições e condições de acesso. Portanto, durante os anos de guerra, Keynes participou das reformas sociais de redistribuição de renda com a intenção de usá-las como instrumento fiscal para estabilizar a demanda agregada e regularizar os ciclos econômicos.

Como para Keynes os ciclos econômicos são inerentes à economia capitalista, ele propõe uma política fiscal preventiva através de investimentos de longo prazo. Dessa forma Keynes foca em uma política fiscal anticíclica para atenuar as crises econômicas, ou seja, o referencial temporal não é mais o curto prazo de combate à depressão.

Keynes privilegiava os gastos em investimento em relação ao consumo por causa, principalmente, do seu impacto no estoque de capital, especialmente em infraestrutura, que agrega capital real à economia. Para uma correta aplicação prática dos gastos em

investimento, Keynes recomendou um orçamento mais organizado e separado em duas partes distintas: um orçamento ordinário para os gastos correntes do governo e um orçamento de capital para o investimento do governo. Sendo o orçamento de capital o responsável pela manutenção da economia na trajetória de crescimento visando à estabilização do nível de emprego.

O orçamento ordinário necessitaria ser sempre equilibrado e, quando possível, superavitário. Estes *superávits* deveriam formar um fundo para financiar os gastos públicos, necessários nos períodos de insuficiência de demanda efetiva. O orçamento de capital deveria ser equilibrado em longo prazo, com os próprios recursos que se espera conseguir com a execução plena dos projetos. O financiamento do orçamento de capital seria complementado com a emissão de dívida pública somente como último recurso e, em situações de recessão já em curso. Portanto, Keynes não pregou o déficit como um instrumento fiscal, e sim uma política fiscal anticíclica, em que acumule *superávits* na fase de expansão do ciclo, para ampliar os gastos na fase de recessão.

A influência de Keynes sobre as políticas de combate aos efeitos da Grande Depressão nos EUA foi limitada. A teoria de Keynes influenciou pouco as políticas públicas norte-americanas até as vésperas da Segunda Guerra Mundial. A recuperação econômica, observada antes de 1942, deu-se por meio da política monetária expansiva devido a desvalorização do dólar após o abandono do padrão-ouro em 1933. No entanto, o fim da Grande Depressão efetuou-se somente com a entrada norte-americana na Segunda Guerra Mundial.

5- CONCLUSÃO

O período anterior a crise de 1929, além de marcado pelo forte crescimento econômico mundial foi marcado também pelo sucesso do Padrão-Ouro como sistema monetário internacional que não se repetiu com o fim da I Guerra Mundial. A crise iniciada em outubro de 1929 a partir da quebra da Bolsa de Nova Iorque, apesar de todo o esforço do presidente Roosevelt através do *New Deal*, pouco influenciadas pelas políticas de Keynes, só veio a ser curada pelos gigantescos gastos públicos exigidos pela II Guerra Mundial.

No período anterior a depressão, o cenário econômico demonstrava uma grande influência da teoria ortodoxa, a partir da hipótese da tendência natural ao equilíbrio de pleno emprego. Nesta época, o Estado desempenhava um papel passivo quanto à atuação na atividade econômica, principalmente, em relação à política fiscal e ao orçamento do setor público. Entretanto, a partir de 1930, com a Grande Depressão, o pensamento teórico de Keynes ganha destaque com a proposição de que o mercado não teria a possibilidade, por si só, de atingir níveis de pleno emprego.

Keynes afirma, em sua principal obra, que o investimento depende de um lado da taxa de juros, que por sua vez é determinada pelo estado de preferência a liquidez. De outro lado, ele depende da eficiência marginal do capital que traduz as expectativas dos empresários. Como a taxa de juros é relativamente rígida, as amplas flutuações a que está sujeita a eficiência marginal do capital explicariam a instabilidade do investimento e a sua natureza cíclica. Assim, para Keynes, o Estado deveria atuar, ativamente, na economia através dos gastos públicos, disparando o multiplicador do emprego, com o propósito não de substituir, mas de favorecer a atuação do setor privado em prol de um maior crescimento econômico.

A política fiscal de gastos públicos é objeto de estudos e controvérsias desde a década de 1920 quando os economistas de Cambridge, sucessores da economia monetária marshalliana, dentre eles Keynes, desenvolviam teoria do ciclo no entreguerras. Neste período, Keynes acreditava que a política monetária era o suficiente para eliminar as flutuações cíclicas e considerava a política fiscal expansionista como sendo a *second-best*. A partir de 1930, com o desenvolvimento do multiplicador de renda e emprego, Keynes inverte a ordem de importância das políticas econômicas, a política fiscal expansionista passa a ser mais importante que a política monetária de baixa taxa de juros, ou seja, a política monetária se torna coadjuvante da política fiscal. Tanto que em sua *Teoria Geral*, Keynes propõe uma política de gastos públicos para superar a crise e depois propõe a socialização dos investimentos como meio de influenciar, positivamente, o nível de atividade econômica

(produção e emprego) nas economias monetárias. Contudo, os gastos sociais e o orçamento público não foram analisados na *Teoria Geral*, sendo estes abordados apenas as vésperas da II Guerra Mundial.

Entre o final da década de 1930 e início da década de 1940, Keynes dedicou-se ao *How to pay for the War* e ao desenvolvimento da reforma de seguridade social inglesa, em outras palavras, dedicou-se a política de distribuição de renda via gastos sociais contribuindo para neutralizar a instabilidade e a insegurança decorrente da incerteza sobre o futuro e, portanto, desempenhando um papel complementar de regularização do ciclo.

Entre 1940 e 1946 Keynes passou a dedicar-se ainda mais às matérias fiscais, quando propôs um programa de longo prazo de gastos públicos, especialmente em investimento, para conter as flutuações de curto prazo e prevenir as de longo prazo. Para tal, ele recomendou a divisão do orçamento em duas partes: um orçamento ordinário, para os gastos corrente (custeio) e um orçamento de capital de caráter discricionário, para os investimentos do governo. O orçamento ordinário deveria ser sempre equilibrado e, quando possível, superavitário para formar um fundo de financiamento dos gastos públicos, necessários nos períodos de insuficiência de demanda efetiva. O orçamento de capital deveria ser equilibrado em longo prazo, com os próprios recursos que se espera conseguir com a execução plena dos projetos e os *déficits* seriam o último recurso e, em situações de recessão já em curso. Portanto, Keynes mostra que o elemento fundamental da política fiscal é o gasto público, especialmente em investimentos, e não, necessariamente, o *déficit*.

À vista disso, por meio deste trabalho, buscou-se apresentar primeiro, os efeitos da Grande Depressão que abalou a economia capitalista na década de 1930 sendo um divisor de águas na condução de políticas econômicas, uma vez que a lei de Say perde sua hegemonia para o princípio da demanda efetiva desenvolvida por Keynes. Para depois expor na análise de Keynes, o conceito de política fiscal como instrumento anticíclico utilizado tanto para diminuir o grau da incerteza como para aquecer o ritmo da atividade econômica. Dessa forma, conclui-se que, através de uma política planejada de gastos públicos, especialmente em investimento e não de *déficits* públicos persistentes, Keynes julgava que o Estado teria a condição de intervir na atividade econômica com o objetivo de criar um ambiente favorável para a atuação do setor privado e, assim, evitar a volta da depressão e dos seus malefícios.

REFERÊNCIAS

AFONSO, J. R. R. **Keynes, crise e política fiscal**. São Paulo: Saraiva, 2012.

BAUMOL, W. J. Say's (at least) eight laws, or what Say and James Mill may really have meant. **Economica**, v. 44, n. 174, p. 145-161, 1977

BERNANKE, B; JAMES, H. **The gold standard, deflation, and financial crisis in the Great Depression: An international comparison**. In: Financial markets and financial crises. University of Chicago Press, 1991. p. 33-68.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **Da macroeconomia clássica à keynesiana**. São Paulo, 1976.

BUDGET OF THE UNITED STATES GOVERNMENT, FISCAL YEAR 2015. Disponível em <<https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/omb/budget/fy2009/pdf/hist.pdf>>. Acesso em: 12 de abril de 2016.

BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS. Disponível em: <<http://www.bea.gov/iTable/iTable.cfm?ReqID=9&step=1#reqid=9&step=1&isuri=1>>. Acesso em: 17 de maio de 2016.

CARR, E. H. **Vinte anos de crise: 1919-1939**. ED. Universidade de Brasília, 1981.

CARVALHO, F. J. C. Keynes, a Instabilidade do Capitalismo e a Teoria dos Ciclos Econômicos. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, IPEA, v.18, n.3, p.741-764, dez. 1988.

_____. Políticas Econômicas Para Economias Monetárias. In: LIMA, G, T,; SICSÚ, J; PAULA, L. F. **Macroeconomia Moderna**. Keynes e a Economia contemporânea. Rio de Janeiro: Campus, p. 258-283, 1999.

_____. Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana. **Revista Análise Econômica**, v. 26, n. 50, p. 7-25. Porto Alegre, 2008.

_____. Keynes como reformador social: o debate em torno de How to Pay for the War. In: Ferrari Filho, F. (Org.). **Teoria Geral Setenta Anos Depois**. Ensaios sobre Keynes e Teoria Pós-Keynesiana. Porto Alegre: UFRGS, p. 45-60, 2006.

_____. Keynes and the reform of the capitalist social order. **Journal of Post Keynesian Economics**, [S.I.]: M.E.Sharpe, V.31, n.2, pp.191-211, Winter 2009. Disponível em:< <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/keynescapitalism>>. Acesso em 27 de março de 2017.

CORAZZA, G. **Teoria econômica e Estado: de Quesnay a Keynes**. Fundação de Econômica e Estatística, Secretaria de Coordenação e Planejamento. Porto Alegre, 1986.

DIMAND, R. W. **The origins of the Keynesian revolution: the development of Keynes' theory of employment and output**. Stanford University Press, 1988.

EICHENGREEN, B. **A globalização do capital**. São Paulo: Ed, v. 34, 2000.

_____. **Golden Fetters: The gold standard and the great depression, 1919-1939**. New York: Oxford University Press, 1995.

EICHENGREEN, B; TEMIN, P. Fetters of gold and paper. **Oxford Review of Economic Policy**, v. 26, n. 3, p. 370-384, 2010.

FEDERAL RESERVE BANK OF MINNEAPOLIS. Disponível em: <<https://www.minneapolisfed.org/community/teaching-aids/cpi-calculator/information/consumer-price-index-and-inflation-rates-1913>>. Acesso em: 27 de maio de 2016.

FEDERAL RESERVE BANK OF St. LOUIS. Disponível em: <<https://research.stlouisfed.org/fred2/series/M1109BUSM293NNBR#>>. Acesso em: 10 de maio de 2016.

_____. Disponível em: <<https://research.stlouisfed.org/fred2/series/INDPRO>>. Acesso em: 27 de maio de 2016.

FERRARI FILHO, F. A economia de Keynes e as proposições keynesianas de política econômica. **Teoria geral setenta anos depois: ensaios sobre Keynes e teoria pós-keynesiana**. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2006.

_____. As concepções teórico-analíticas e as proposições de política econômica de Keynes. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 10, n. 2, p. 213-236, 2006. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/rec/v10n2/0>. Acesso em 10 out. 2016.

FIANI, R. Teoria econômica clássica e teoria econômica marginalista. **Revista de Economia Política**, v. 10, nº 4 (40). São Paulo, 1990.

GALBRAITH, J. K. **1929 o colapso da bolsa**. São Paulo: Editora Pioneira, 1988.

GAZIER, B. **A crise de 1929**. Tradução de Julia da Rosa Simões. Porto Alegre: L & PM, 2014.

GOBETTI, S. W. **Tópicos sobre a política fiscal e o ajuste fiscal no Brasil**. 2008. Tese (doutorado em economia) – Departamento de Economia, Universidade de Brasília, Brasília, jun. 2008.

HELLER, C. **Convergências nas interpretações da Grande Depressão**. In: II Congresso Latino americano de História Econômica, 2010, Ciudad de Mexico. II CLADHE - Simpósio Crisis financieras globales en perspectiva historica: 1929 y 2008-2009. Ciudad de Mexico, 2010. p. 1-15.

HERMANN, J. Ascensão e queda da política fiscal: de Keynes ao “autismo fiscal” dos anos 1990-2000. **XXXIV Encontro Nacional de Economia**, 2006.

HISTORICAL STATISTICS OF THE UNITED STATES 1789-1945. Disponível em: <<https://www2.census.gov/prod2/statcomp/documents/HistoricalStatisticsoftheUnitedStates1789-1945.pdf>>. Acesso em 24 de abril de 2016.

HUGLES, J. **American Economic History**. Haper Collins Publishers, 1990.

KAHN, R. F. The relation of home investment to unemployment. **The Economic Journal**, v. 41, n. 162, p. 173-198, 1931.

KATES, S. On the true meaning of Say's Law. **Eastern Economic Journal**, v. 23, n. 2, p. 191-202, 1997.

KENT, R. J. et al. A 1929 application of multiplier analysis by Keynes. **History of political economy**, v. 39, n. 3, p. 529, 2007.

KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Nova Cultura, 1996.

_____. **Activities 1940-1946 shaping the Post-War World: Employment and Commodities**. Vol. 27. London: MacMillan, 1980.

_____. **Activities 1929-1931: Rethinking Employment and Unemployment Policies (The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol.XX, edited by Donald Moggridge)** Cambridge University Press, 2013.

_____. **An open letter to President Roosevelt**. New York Times, v. 16, 1933. Disponível em: <<http://la.utexas.edu/users/hcleaver/368/368KeynesOpenLetFDRtable.pdf>>. Acesso em 04 de junho de 2016.

_____. **Essays in Persuasion: The Collected Writings of John Maynard Keynes**, vol. IX, edited by Moggridge. 2011. Disponível em: <http://www.gutenberg.ca/ebooks/keynes-essaysinpersuasion/keynes-essaysinpersuasion-00-h.html#Great_Slump>. Acesso em 7 de novembro de 2016.

_____. "How to Pay for the War". In: **Essays in Persuasion - CWJMK**. Londres, Macmillan, 1972. v. IX, cap. IV-2, p. 378-381. In: SZMRECSANYI, Tamás (org.) **Keynes**. São Paulo: Ática, 1984.

_____. **How to Pay for the War: A Radical Plan for the Chancellor of the Exchequer**. Melbourne: Macmillan. 1940. Disponível em: <<http://handle.slv.vic.gov.au/10381/111812>>. Acesso em 2 de março de 2017.

_____. "The End of laissez-faire". In: **Essays in Persuasion - CWJMK**. Londres, Macmillan, 1972. v. IX, cap. IV-2, p. 272-294. In: SZMRECSANYI, Tamás (org.) **Keynes**. São Paulo: Ática, 1984.

KINDLEBERGER, C. P. **The World in Depression 1929-1933**. California: University of California Press, 2013.

LAILLER, D. **Fabricating the Keynesian revolution: studies of the inter-war literature on money, the cycle, and unemployment**. Cambridge University Press, 1999.

MAZZUCHELLI, F. **Os anos de chumbo: economia e política internacional no entreguerras**. Unesp, 2009.

MIGLIOLI, J. **Acumulação de capital e demanda efetiva**. São Paulo: TAQ, 1981

MOGGRIDGE, D. E. **As idéias de Keynes**. São Paulo: Cultrix, 1976.

OREIRO, J. L. A Importância da Separação entre as Decisões de Consumo-Poupança e de Composição de Portfólio para Determinação da Taxa de Juros: uma Reavaliação da Equivalência entre a Teoria dos fundos de Empréstimo e a Teoria da Preferência pela Liquidez. **Revista Brasileira de Economia**, 53(3), 387-408. 1999.

POSSAS, M. L. **A dinâmica da economia capitalista: uma abordagem teórica**. Editora brasiliense, 1987.

PRADO, L. C. D. A Economia Política da Grande Depressão da Década de 1930 nos EUA: Visões da Crise e Política Econômica. In: Flávio Limonci & Francisco Carlos Palomanes Martinho. (Org.). **A Grande Depressão: Política e Economia na Década de 1930 - Europa, Américas, África e Ásia**. 1ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2009, p. 13-64

ROMER, C. D. Great depression. **Encyclopedia Britannica**, 2003. Disponível em: <http://eml.berkeley.edu/~cromer/Reprints/great_depression.pdf>. Acesso em 10 de maio de 2016.

_____. What ended the great depression?. **The Journal of Economic History**, v. 52, n. 4, p. 757-784, 1992.

SAY, J. B. **Tratado de economia política**. Coleção Os Economistas. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

SKIDELSKY, R. **Keynes**. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Editores, 1999.

SZMRECSÁNYI, T (Org.). **John Maynard Keynes: economia**. São Paulo: Editora Ática, 1984.

TEMIN, P.; WIGMORE, B. A. The end of one big deflation. **Explorations in Economic history**, v. 27, n. 4, p. 483-502, 1990.

TERRA, F. H. B.; FERRARI FILHO, F. As políticas fiscal e monetária em Keynes: reflexões para a economia brasileira no período pós-Plano Real. **III Encontro da Associação Keynesiana Brasileira**. São Paulo: AKB, 11 a 13-8-2010.

_____. As disfunções do capitalismo na visão de Keynes e suas proposições reformistas. **Revista de economia contemporânea**. Rio de Janeiro. Vol. 15, n. 2 (maio/ago. 2011), p. 271-295, 2011.

TREASURY DIRECT UNITED STATES. Disponível em: <https://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/histdebt/histdebt_histo3.htm.%20>. Acesso em: 8 de abril de 2016.

VICARELLI, F. **Keynes: the instability of capitalism**. Springer, 1984.

WALTON, G.; ROCKOFF, H. **History of the American economy**. Cengage Learning, 2010.