

## O RETORNO DE KEYNES\*

FERNANDO CARDIM DE CARVALHO

### RESUMO

A crise econômica atual colocou em questão o desenvolvimento da teoria macroeconômica das últimas duas ou três décadas. O rápido e profundo desmoronamento dos mercados financeiros depois de 2007 e a recessão iniciada em 2008, cujo final é ainda impossível de se vislumbrar, levaram à crítica da teoria ortodoxa e à redescoberta de argumentos associados a Keynes, que muitos julgavam um autor superado. Este artigo lista as linhas básicas do pensamento de Keynes que o tornam uma ferramenta muito superior para o entendimento da crise atual do que a ortodoxia das últimas décadas.

**PALAVRAS-CHAVE:** *Keynes; crise econômica; crise financeira; macroeconomia.*

### ABSTRACT

One of the first casualties of the current economic crisis was orthodox macroeconomic theory, particularly the strand known as New Classical Economics, developed in the last two to three decades. The deep and quick collapse of world financial markets in 2007, and the recession initiated in 2008, with no end in sight, allowed a vigorous critical reexamination of orthodox theories and the revival of the economics of Keynes in the process. This paper presents the fundamental propositions that define Keynes's approach.

**KEYWORDS:** *Keynes; economic crisis; financial crisis; macroeconomics.*

[\*] Este texto tem como base Aula Magna proferida no 36º Encontro Nacional de Economia. Agradeço à Anpec, por intermédio de sua secretária executiva, profa. Carmem Feijó, e ao Conselho Deliberativo pelo convite. Agradeço, em particular, ao prof. Antonio Castro, meu primeiro mentor, pela generosa introdução feita na ocasião.

Aqueles que me conhecem, provavelmente saberão que a maior parte da minha produção acadêmica se dedica à exploração de problemas teóricos e empíricos propostos pelo que Leijonhufvud denominou Economia de Keynes (em oposição à chamada economia keynesiana). Esses problemas continuavam, no essencial, presentes entre economistas que passaram a ocupar o que o próprio Keynes, em sua Teoria Geral, já havia se referido como o *submundo dos heréticos*, habitado por autores como Joan Robinson e Nicholas Kaldor. Enquanto isso, à luz do dia, a economia keynesiana, a que fui introduzido em meus anos de estudante de graduação em economia, reduzia-se a “casos” (por exemplo, o caso de economias com preços e/ou salários rígidos, *à la* Modigliani; ou o caso da armadilha de liquidez, como no famoso artigo de John Hicks de 1937) ou a caricaturas de políticas (atribuíam-se a Keynes ter abençoado qualquer política de gasto público, especialmente as irresponsáveis e corruptas).

Para mim é um privilégio e, de certa forma, uma feliz coincidência que eu tenha sido convidado a proferir esta aula magna precisamente quando, 36 anos depois de ter aprendido que a contribuição teórica de Keynes era ter proposto que a curva LM se tornava horizontal para certo valor da taxa de juros, a riqueza de suas idéias pareça estar sendo redescoberta em quase todo o mundo, como resultado da crise econômica em curso. Um debate macroeconômico que havia sido dado como morto quando conceitos como expectativas racionais, hipótese dos mercados eficientes, etc. foram usados para demonstrar a irrelevância das políticas monetárias e fiscais nos delirantes anos de 1980, ressurgiu das cinzas das estratégias liberalizantes adotadas nos últimos trinta anos em quase todo o mundo. Como se perguntou recentemente uma influente economista brasileira, de formação convencional, aliás, no jornal *Valor Econômico*: que fim levaram Robert Lucas, Thomas Sargent e Edward Prescott, o primeiro e o terceiro, ganhadores do prêmio Nobel de economia? Lucas e Sargent, em particular, fundadores da escola conhecida então como os Novos Clássicos, pregavam em seu famoso artigo “After keynesian macroeconomics”<sup>1</sup>, que pensar a macroeconomia como uma disciplina autônoma era um equívoco iniciado por Keynes. Nada poderia ser explicado “cientificamente” em economia se não pudesse ser reduzido aos seus fundamentos microeconômicos. Comportamentos coletivos nada mais seriam que a soma de comportamentos individuais de indivíduos maximizadores de satisfação, cujas expectativas eram formadas de acordo com uma função *subjéctiva* de distribuição de probabilidades que coincide com a distribuição *objetiva* de probabilidades que rege o processo cujos resultados se tenta antecipar (definição de John Muth, inventor do conceito de expectativas racionais).

A perspectiva reducionista, a esterilidade da abordagem de expectativas como racionais no sentido de Muth, a inabilidade de pensar políticas macroeconômicas que se mostrou na prática foram a marca da empobrecida teoria macroeconômica que dominou o fim do século XX. Qual país jamais se arriscou a adotar regras monetárias como as propostas pelos Novos Clássicos? Nenhuma de suas proposições conseguiu alcançar senão uma fração da influência sobre *policy makers* de autores que cultivaram hipóteses *irracionistas* de expectativas, como Milton Friedman.

O que me interessa trazer à discussão nesta ocasião é a redescoberta das idéias que Lucas e Sargent tentaram enterrar há trinta anos atrás e que passaram a dominar o debate não apenas a respeito das saídas imediatas da crise, como também a reflexão de como conduzir a reconstrução da economia pós-crise de modo a evitar que outro susto dessas dimensões venha a ocorrer. Se o desastre do LTCM, o famoso fundo de hedge cuja insolvência quase levou a economia mundial ao

[1] Esse artigo, republicado com muita frequência nos anos de 1980 e 1990, saiu originalmente na coletânea organizada pelo Federal Reserve Bank of Boston, *After the Phillips curve: persistence of high inflation and high unemployment*. Boston: Bank of Boston, 1978.

colapso em 1998, já sugeria que hipóteses de mercados eficientes não resistiam ao mínimo confronto com a realidade (servindo, subsidiariamente, para lembrar que a atribuição de prêmios Nobel em economia não era feita pela Fundação Nobel, mas pelo Banco Central sueco, em bases muito mais frágeis do que os prêmios atribuídos às ciências naturais), a crise iniciada pelo colapso do financiamento das hipotecas chamadas de *subprime* mostrou que as limitações da teoria econômica predominante em tempos recentes podem ter raízes mais profundas.

A redescoberta de Keynes, em grande parte, decorre da percepção de que a natureza da crise atual difere dramaticamente do padrão de flutuação cíclica exibido nas últimas décadas. Na maior parte do pós-Segunda Guerra, o paradigma de paradas cíclicas (já que chamar de crises seria um exagero na maioria dos casos), até pelo menos os anos de 1990, era desacelerações do crescimento induzidas por política econômica, mais particularmente pela política monetária. Por mais que se tentasse condenar a intervenção aumentada do Estado na economia depois da guerra, era indubitável que o crescimento dramático da importância dos gastos públicos tinha se constituído num estabilizador importante da demanda agregada, garantindo um piso para o nível de atividades mesmo sob administrações conservadoras como as de Eisenhower, nos Estados Unidos da década de 1950, ou do Partido Conservador inglês até a ruptura causada pela ascensão de Margareth Thatcher. Esse era o chamado *consenso keynesiano*, que, no caso norte-americano, deveria talvez ser mais apropriadamente chamado de consenso rooseveltiano, já que se devia principalmente à aceitação do preceito de que cabia ao Estado prover segurança aos seus cidadãos, inclusive segurança econômica.

Nesse padrão de operação, flutuações ocorreriam, fundamentalmente, de modo mais direto por causa da implementação da política econômica, e, mais particularmente, a partir dos anos de 1970, da política monetária. A manutenção de um nível de atividade mais elevado poderia levar à emergência de pressões inflacionárias, que eram combatidas por políticas monetárias contracionistas. Estas, por sua vez, tendiam a gerar desemprego, o que incentivava a adoção de políticas expansionistas que recriavam, cedo ou tarde, pressões inflacionárias, e, assim, um padrão de comportamento cíclico era determinado. No caso inglês, a substituição da “inflação” por “desequilíbrios do balanço de pagamentos” permitiu contar história semelhante. O reconhecimento dessas flutuações cíclicas era o resultado da compreensão de que a utopia da *sintonia fina*, a adoção de políticas que fossem capazes de manter a demanda agregada precisamente igual ao produto potencial, nem mais nem menos, era mesmo apenas uma utopia.

Nos anos de 1990, um novo padrão de flutuações emergiu, especialmente nos países emergentes, nas crises financeiras e de balanço

de pagamentos cujo paradigma seria, talvez, o caso da Coréia do Sul em 1998. Por razões que foram amplamente debatidas nos anos seguintes à crise asiática, esse novo padrão (e aqui o termo crise não exagera a dramaticidade dos eventos) era caracterizado pelo chamado desenvolvimento em “V”: as economias passam por quedas vertiginosas e profundas, mas se recuperam de forma igualmente rápida e ampla, em contraste com as prolongadas crises do passado, quando as economias tendiam a chafurdar no fundo do poço por algum tempo antes de voltar à tona.

A crise corrente não se parece com nenhum desses dois modelos. Com certeza, ela não se deve simplesmente a movimentos de política monetária, muito embora se possa apontar a elevação da taxa de juros pelo Banco Central americano, Fed, em 2006 como um elemento a favor do aumento de inadimplências de hipotecas *subprime*. A importância dos contratos de taxas ajustáveis de juros, que levariam à elevação do serviço da dívida dos tomadores naquela mesma época, sugere que a crise teria ocorrido com ou sem elevação da taxa de juros pelo Fed. Por outro lado, a profundidade já alcançada pela crise nos Estados Unidos e os sinais de piora que se avolumam no horizonte sugerem um padrão diverso de dificuldades.

Se a crise pode ser profunda como a crise asiática, certamente ela está muito mais próxima das crises em “U” do pré-Segunda Guerra do que das crises em “V” dos anos de 1990. Praticamente ninguém com alguma informação aposta em recuperações rápidas, mesmo na hipótese da implementação de políticas eficazes de combate à crise. Na verdade, a comparação mais freqüente e mais fértil tem se mostrado em relação à crise da década de 1930. É exatamente por essa razão que o retorno a Keynes foi inevitável. Mesmo na versão aguada da teoria keynesiana (conforme reconhecido pelo próprio Sir John Hicks) oferecida no modelo IS/LM, o “caso” keynesiano, do ramo horizontal da curva LM, era denominado *economia da depressão*.

No entanto, e notavelmente, não é o *caso keynesiano* que está sendo explorado, mas, sim, aspectos da *economia de Keynes*. Como hoje em dia relativamente poucos sabem, para seu próprio prejuízo, Keynes não escreveu a Teoria Geral para explicar como economias de mercado podem passar por problemas quando preços e salários são rígidos, mas, sim, para sugerir que a visão de economia que alimentava o que ele chamava de “economia clássica” era uma abstração inadequada das características definidoras de uma economia moderna. Em outras palavras, Keynes não se dedicou a um “caso” teórico. Seu objetivo era, ao contrário, sugerir que os *fundamentos*, para usar uma palavra tão ao gosto de economistas mais convencionais, de uma economia empresarial não são adequadamente retratados pela economia clássica. Para Keynes, os clássicos não conseguiam explicar

a depressão, realmente, mas também não conseguiam explicar os estados de euforia dessa economia ou, mesmo, qualquer outro estado satisfatoriamente. Em sua visão isto era uma conseqüência da inadequada identificação dos mecanismos fundamentais de operação de economias empresariais. É exatamente a importância da compreensão correta desses mecanismos que se afirma durante uma crise. Marx já afirmava que a observação de crises é fundamental para se entender a operação normal de uma economia, já que é nas crises que se pode perceber o que é realmente essencial, quais são os mecanismos sem cuja operação adequada a economia como um todo não pode funcionar. A crise atual tem mostrado que os mecanismos propostos por Keynes há setenta anos atrás como essenciais continuam, na verdade, sendo os mesmos no presente. Parafraseando o título do livro de ensaios de meu professor Antonio Castro, o capitalismo ainda é aquele.

Quais seriam esses mecanismos e/ou os princípios que constituem as teses centrais da economia de Keynes? É naturalmente bastante temerário tentar uma síntese de idéias muito complexas em uma apresentação oral como esta. Por outro lado, eu felizmente tenho o benefício de estar na companhia de pesquisadores e pensadores que lideram a reflexão brasileira em economia, o que me absolve da necessidade de introduzir mais detalhadamente os conceitos aqui propostos ou, mesmo, de justificar sua importância.

Para efeitos da presente discussão, poder-se-iam agrupar as teses centrais da economia de Keynes que encontram confirmação na crise atual em sete proposições apresentadas a seguir.

(1) A primeira e mais fundamental tese é a da *não-neutralidade da moeda*. É importante enfatizar que, para Keynes, não se trata de um fenômeno passageiro, de dissipação rápida, como na tese proposta por autores como Friedman ou Lucas, baseada na indisponibilidade temporária de informações. Segundo Keynes, a não-neutralidade da moeda se apóia na relação entre o valor da moeda como um ativo, isto é, como uma forma de riqueza (um veículo que transfere um direito sobre a renda social do presente para uma data futura) e o valor dos outros ativos, das outras formas de riqueza, não apenas os ativos financeiros, mas também os ativos de capital real. A escassez relativa de ativos monetários, demandados por sua liquidez, reduz a demanda e o preço de ativos como, por exemplo, bens de capital, e, assim, influenciam as posições de longo período da economia. Por isso, afirmava Keynes, em uma economia empresarial, “o curso dos eventos não pode ser previsto, seja no longo ou no curto prazo, sem o conhecimento do comportamento da moeda entre o primeiro estado e o último”.<sup>2</sup>

Em contraste, como lembrado por Ben Bernanke em um de seus ensaios sobre a grande depressão,

[2] Cf. Keynes, J. M. “The general theory and after. Part 1 preparation”. In: Moggidge, D. (org.). *The collected writings of John Maynard Keynes*. Londres: MacMillan, 1973, vol. 13, pp. 408-409.

[...] os efeitos da contração monetária sobre as variáveis econômicas reais pareceram ser persistentes, além de grandes. Explicar essa persistente não-neutralidade é particularmente desafiador para a macroeconomia contemporânea, dado que as teorias correntes de não-neutralidade (como aquelas baseadas nos custos de menu ou na confusão entre níveis de preços absolutos e relativos) tipicamente prevêem que os efeitos reais dos choques monetários serão transitórios<sup>3</sup>.

[3] Cf. Bernanke, Ben. *Essays on the great depression*. Princeton: Princeton University Press, 2000, p. 24.

(2) Keynes baseia sua tese de não neutralidade da moeda na importância do conceito de *liquidez*. Esse é o segundo conceito central da abordagem de Keynes que eu gostaria de enfatizar. Liquidez é um conceito extremamente difícil para qualquer teoria, sobretudo por sua multidimensionalidade. Para as teorias convencionais, porém, ele é ainda mais difícil e está normalmente ausente dos modelos de mercado financeiro construídos sobre o fundamento da hipótese de mercados eficientes. Primeiro, porque em situações de equilíbrio (e praticamente modelos na tradição da Hipótese de Mercados Eficientes (HME) só são definidos nestas condições) tudo é líquido. Liquidez pode ser concebida como a existência de uma demanda potencial, de reserva, para um determinado item a um determinado preço. Por definição, em equilíbrio a demanda é igual à oferta àquele preço. Portanto, tudo é líquido em equilíbrio, não há nenhuma especificidade a ser considerada e nenhum prêmio de liquidez a ser computado.

Por outro lado, o valor da liquidez reside no fato de que ativos líquidos dão aos seus detentores a possibilidade de refazer estratégias quando descobrem que suas decisões tomadas no passado se mostram inadequadas às condições presentes. Liquidez significa a possibilidade de converter a riqueza presente em poder de compra para usá-lo na aquisição de outras formas de riqueza. Existe um prêmio de liquidez a ser computado no valor de um ativo quando, ao comprá-lo, o comprador reconhece que pode desejar desfazer essa transação no futuro, especialmente se condições imprevisíveis no momento da decisão vierem a prevalecer. Esse é o conceito de incerteza proposto por Keynes (semelhante, como se sabe, ao proposto por Frank Knight), que fundamenta o valor da liquidez como defesa genérica contra eventos adversos imprevisíveis no presente. Ao contrário do que Robert Lucas afirmou, o reconhecimento da incerteza no sentido Knight/Keynes não torna impossível a construção de uma teoria econômica, mas apenas mostra a esterilidade fundamental de conceitos como expectativas racionais. A chocante descoberta de que o futuro não é uma repetição do passado, que parece ter traumatizado funcionários de bancos centrais e de bancos privados, é uma ilustração dramática dessa esterilidade.

Incidentalmente, a crise atual também mostra que o poder de criação de liquidez, em última análise, está realmente nas mãos das autoridades monetárias. Em certas condições é possível a agentes privados, como os bancos, criar substitutos quase perfeitos da moeda, mas a liquidez de ativos criados por tais agentes depende sempre da liquidez última, criada pela autoridade monetária. Com efeito, essa lição deveria ser considerada menos por economistas mais convencionais, do que por certos grupos de economistas heterodoxos que nem sempre percebem a natureza precisa da relação entre bancos centrais e bancos comerciais em modelos que sugerem curvas horizontais de oferta de moeda.

(3) O reconhecimento da conexão entre moeda, prêmio de liquidez e preço dos ativos leva à terceira tese proposta por Keynes, essencial para a compreensão dos eventos presentes. Trata-se da não-neutralidade da valoração de ativos. Novamente, a tradição da hipótese dos mercados eficientes baseia-se na idéia de que a precificação de ativos é neutra em relação ao total da poupança e do investimento de uma economia. A teoria da determinação dos preços dos ativos é, assim, inteiramente independente da determinação do volume de investimento e poupança, que dependem apenas “da” taxa real de juros, como sugerido por Wicksell. Na economia de Keynes, o investimento depende dos preços dos ativos reais relativamente aos preços dos ativos financeiros e ao nível de preço dos bens correntemente produzidos. O preço de demanda de um ativo qualquer é o valor presente dos ganhos que se espera obter da sua posse. Maiores preços de demanda significam maiores expectativas de retornos. Se esses preços de demanda forem superiores ao custo corrente de reprodução desses itens, a sua oferta aumentará e o investimento, conseqüentemente, se expandirá e, com ele, como se sabe, a poupança. Esta abordagem é explorada no famoso Capítulo 17 da *Teoria geral dos juros, do emprego e da moeda*, que inspirou não apenas as teorias pós-keynesianas do investimento, mas também teorias mais convencionais, como o “q” de Tobin, por exemplo.

Assim, a não-neutralidade da moeda e a não-neutralidade do mercado de ativos são, na economia de Keynes, duas faces da mesma moeda.

Ambas as teses apóiam-se na já referida concepção de incerteza proposta por Keynes. Essa hipótese permite derivar hipóteses comportamentais mais complexas e mais ricas do que a aquela que diz respeito a expectativas racionais. É importante ressaltar que Keynes não apelou para a possibilidade de expectativas serem formadas de modo irracional. A crítica às expectativas racionais não consiste em sugerir que a racionalidade é inatingível por seres humanos “normais”, mas em assumir que o conjunto de informações sobre as quais expectativas são formadas é sempre, inapelavelmente, incompleto. Não se trata apenas de assimetria de informações, mas de inexistência de informa-

ções essenciais para a tomada de certas decisões, o que obriga aqueles que têm a obrigação de tomar decisões a preencher o vácuo com suas próprias suposições. Como dizia o grande teórico de expectativas, G. L. S. Shackle, aluno de Hayek e de Keynes, o agente econômico keynesiano faz escolhas tão racionais quanto o agente neoclássico. Mas o agente neoclássico escolhe entre objetos concretos colocados à sua frente, enquanto o agente keynesiano escolhe entre resultados conjecturais, sabendo-os conjecturais.

(4) Entre as conclusões mais importantes que Keynes deriva desta questão em particular está a relevância do que denomina *estado de confiança*. Esta seria a quarta das teses de Keynes de minha lista. A confiança numa determinada expectativa depende de quanto dessa expectativa é explicada por suposições, em vez de informações, e da confiança nessas mesmas suposições. A mesma expectativa quantitativa pode conduzir a diferentes decisões, dependendo da confiança que o tomador de decisões tenha na suas suposições. Variações no estado de confiança, por sua vez, refletem, em grande parte, a experiência de cada um. A partir dessa hipótese, Minsky formulou sua célebre proposição de que a “estabilidade é desestabilizante”, pela qual a experiência de sucesso de alguém leva ao aumento de sua confiança nas suas habilidades preditivas e à disposição de aumentar apostas, expondo-se a riscos crescentes. Note-se que não há irracionalidade envolvida nesse processo, apenas uma “atualização” de evidências, não muito diferente, em conceito, do processo de atualização de “priors” num processo bayesiano, ao contrário do que imaginou Bernanke ao mencionar a “abordagem” Minsky/Kindleberger em seu ensaio sobre a depressão citado acima.

Embora a economia de Keynes não necessite assumir que os agentes econômicos agem de forma irracional, nada impede que comportamentos irracionais, se sistemáticos, possam ser considerados na análise. Assim, nada impede o diálogo, por exemplo, com a escola da economia comportamental, em grande evidência no momento, e que luta para transcender a listagem de anomalias (do ponto de vista do comportamento racional), rumo à formulação de uma teoria alternativa à ortodoxia. Em contraste, não há qualquer possibilidade de conciliação entre as teses da economia de Keynes e aquelas que se apóiam na hipótese de mercados eficientes. Para keynesianos, a crise atual falsificou, no sentido popperiano, inequivocamente a HME e suas implicações.

As características de otimalidade e estabilidade da operação de mercados financeiros desregulados, o papel dos fundamentos, todas as suposições da HME mostraram-se irremediavelmente falsas com uma clareza poucas vezes obtida em ciências sociais. Na verdade, até mesmo a atitude defensiva que começa a tomar corpo entre economis-



tas que defendiam a HME rigorosamente, ao dizer que ela não deveria ser tomada de modo literal, se assemelha mais à tentativa de criacionistas em disfarçar suas teses sob o rótulo de *intelligent design* do que a uma séria tentativa de flexibilizar um dogma.

(5) A quinta tese a ser lembrada é a de que, por meio dos mecanismos mencionados, o estado de confiança (e seus conceitos correlatos, como o *animal spirits*) se torna um elemento essencial de determinação do ponto de demanda efetiva e, assim, um determinante central da produção e do emprego em uma economia empresarial. Um colapso do estado de confiança conduz a um aumento da preferência pela liquidez que, por seu turno, conduz à redução dos preços de demanda dos ativos menos líquidos, atingindo especialmente os ativos de capital real, contraindo investimentos e, através do multiplicador de consumo (ausente nos textos atuais de macroeconomia, que preferiram voltar às hipóteses pré-keynesianas de determinação do consumo pela maximização intertemporal de utilidade), contraindo a renda e o emprego agregados.

(6) Quando a demanda privada se contrai, em resultado desse processo, a manutenção do nível de atividades só pode ser obtida se alguma fonte alternativa de demanda for encontrada. Naturalmente, uma possibilidade é a demanda do resto do mundo, por meio da expansão das exportações. Em uma crise como a atual, porém, em que praticamente o mundo todo é atingido, é preciso recorrer ao que Kalecki denominou *exportações domésticas*, isto é, a venda de produtos para o governo, um agente “externo” ao setor privado. O papel do gasto do governo (e não, como se assume na literatura de vulgarização, dos déficits públicos) na sustentação da demanda agregada e do emprego é a sexta das teses de Keynes revivida nos tempos atuais.

(7) Por fim, e quase como um sumário das principais proposições da economia de Keynes, resta o problema da estabilidade global. Há duas formas de resolvê-lo. A primeira é supor que a estabilidade macroeconômica decorre de virtudes intrínsecas à ordem social que define economias empresariais. Este é o sentido profundo da imagem da mão invisível, que, mais de duzentos anos depois da publicação por Adam Smith da *Riqueza das nações*, permanece como uma metáfora inspiradora, mais do que uma hipótese operacional. Por ela, a interação de agentes econômicos movidos pelo seu interesse individual seria sólida o suficiente para assegurar a estabilidade da ordem social, sem necessidade de controles externos, pelo soberano ou por qualquer outra forma de autoridade.

A posição alternativa seria a de que a ordem é, realmente, garantida pela existência de instituições cujo papel é conter as tendências sistêmicas à desintegração intrínsecas à ordem social moderna. Entre essas instituições conta-se, naturalmente, o Estado, como garantidor

de regras e árbitro de conflitos, mas também aquelas disposições que canalizam as energias da sociedade em uma direção construtiva, como sugeriu Hirschman em seu *The passions and the interests*<sup>4</sup>.

Essa discussão não é apenas importante em termos da ordem social mais abstrata e das suas instituições centrais, mas também se reproduz no contexto de setores específicos de atividades ou subsistemas de relações sociais. Assim, o debate ressurgiu, por exemplo, ao tratar-se da questão da estabilidade do sistema financeiro. Reproduz-se aqui, em forma específica, o mesmo debate entre ordem intrínseca e ordem por contenção. Por esta última, a regulação financeira é precisamente o modo pelo qual instituições externas ao setor atuam para conter suas tendências mais desagregadoras. Nessa linha de raciocínio, o movimento de desregulação financeira desenvolvido desde a década de 1980 baseou-se na suposição implícita à hipótese de mercados eficientes, de que a livre atuação de agentes financeiros seria capaz de garantir a estabilidade desse subsistema. A visão da economia de Keynes, em contraste, é a de que, por razões que não se pode explorar aqui, mas que são amplamente discutidas na literatura, nos mercados financeiros as tendências desintegradoras são particularmente atuantes, para cuja contenção é fundamental a existência de métodos de regulação e supervisão financeiras relativamente rigorosos. Essa é uma função pública impossível de ser privatizada ou mesmo de ser implementada por meio de métodos de mercado, como almejou o Comitê da Basileia para Supervisão Bancária nas suas recomendações, conhecidas como Basileia II, e que foram também erodidas pela crise atual.

Enfim, a crise que começou como financeira no início de 2007 e transformou-se em uma crise da economia real ao final de 2008 e cuja resolução ainda se mostra extremamente incerta tem dado novo eco a proposições feitas por Keynes e lembradas pelos praticantes dessa nas muitas décadas em que ela ficou relegada ao submundo dos heréticos. O choque da descoberta da relevância da obra de Keynes é certamente maior nos Estados Unidos do que em qualquer outro país, já que é ali que todos os modismos das expectativas racionais, dos novos clássicos, dos mercados eficientes, das políticas de desregulação etc. floresceram com mais força, e onde a perplexidade é maior com a súbita obsolescência de correntes de pensamento que até pouco tempo atrás pareciam inexpugnáveis.

A crise atual começou com problemas de crédito, com a inadimplência de tomadores de hipotecas, mas se transformou rapidamente em uma crise de liquidez quando os mercados para papéis lastreados em hipotecas entraram em colapso. A incerteza quanto à extensão dos problemas desses mercados levou a uma rápida elevação da preferência pela liquidez e conseqüente colapso, como previsto por Keynes, dos preços de ativos menos líquidos. A desvalorização de ativos me-

[4] Hirschman, A. *The passions and the interests: political arguments for capitalism before its triumph*. Princeton: Princeton University Press, 1977.

nos líquidos comprometeu os balanços de instituições financeiras que praticavam, como é tradicional, a transformação de liquidez, isto é, emitiam passivos líquidos para comprar ativos relativamente ilíquidos. As dificuldades dessas instituições intensificaram as incertezas com relação à estabilidade dos mercados e instituições financeiras, levando a um aumento ainda maior da preferência pela liquidez, não apenas entre o público não-financeiro, mas especialmente entre as próprias instituições financeiras, entre elas, sobretudo, os bancos comerciais, que têm acesso às linhas de financiamento do Fed. O colapso das relações interfinanceiras de crédito e do mercado interbancário de reservas forçou a autoridade monetária norte-americana à adoção do maior e mais diversificado conjunto de instrumentos de intervenção de sua história. Evitou-se, ao que parece, o completo colapso do sistema financeiro, mas mesmo a maciça intervenção do banco central não impediu que o aumento da preferência pela liquidez dos próprios bancos restringisse a oferta de crédito aos setores não-financeiros e ao conseqüente estrangulamento da atividade produtiva.

A surpresa com as características desse processo só pode ser entendida como conseqüência da extensão em que a hipótese de mercados eficientes reduziu as habilidades analíticas da comunidade de economistas nessas últimas décadas. Como entender que alguém com a experiência de Alan Greenspan possa testemunhar no Congresso norte-americano sua perplexidade com a “ganância” das instituições financeiras? Qual a diferença conceitual entre ganância e maximização de lucros? Se ganância deve ser vista como desintegradora, como defender a desregulação financeira e a livre operação desses mercados, como fez Greenspan tão recentemente em suas memórias?

Já se tornou um clichê retórico, a esta altura, a observação de que o mesmo ideograma que os chineses usam para “crise” é também usado para “oportunidade”. Como todo clichê, porém, há provavelmente um ensinamento real nele oculto. A prosperidade do pós-Segunda Guerra contribuiu para o esquecimento das advertências de Keynes a respeito dos problemas da operação de economias empresariais e para a consolidação de teses a respeito da estabilidade e da eficiência de mercados que lembravam a velha “visão do Tesouro”. A história dá outra chance à comunidade de economistas de gerar mais conhecimento e menos ideologia, ainda que a um custo muito alto, para a sociedade que sofre os efeitos de políticas equivocadas e para a própria comunidade de economistas, que sofre com a erosão de sua imagem no interior dessa sociedade.

---

Recebido para publicação  
em 14 de janeiro de 2009.

**NOVOS ESTUDOS**

CEBRAP

83, março 2009

pp. 91-101

---

---

FERNANDO CARDIM DE CARVALHO é professor-titular do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro e PhD por Rutgers University.