O KEYNESIANISMO ESTÁ MORTO?[1]

Michael Roberts[2]

"O keynesianismo está morto?", questiona Andy Haldane, ex-economista-chefe do Banco da Inglaterra, em artigo no Financial Times. A resposta de Haldane é: *"O keynesianismo, se não está morto, está potencialmente obsoleto."*

O que ele quer dizer e por que levantar essa questão? A essência da questão é que Haldane considera que a teoria keynesiana, ou seja, a de que recessões ou estagnação econômica podem ser superadas por meio de maiores gastos públicos, que *"poderiam reanimar o ânimo do setor privado e, com ele, o crescimento",* não funciona mais. A razão é que *"quando a dívida é a doença, a solução fiscal pode tanto prejudicar quanto curar",* elevando os rendimentos dos títulos e, consequentemente, aumentando o custo do crédito para o setor capitalista.

Então, qual é a solução? Haldane afirma que, em vez de gastar mais, os governos precisam economizar mais, ou seja, cortando gastos e/ou aumentando impostos para que o setor privado possa se expandir. Em essência, Haldane apresenta um argumento novo (ou antigo) em defesa da austeridade: cortar serviços públicos (exceto a defesa, é claro – supondo que se considere a defesa como um "serviço público") e aumentar impostos para que a maioria de nós pague a dívida crescente.

Há tantos problemas com essa chamada *"consolidação expansionista*", como Haldane a denomina (a ideia de que reduzir a dívida pública pode, na verdade, incentivar o gasto privado e a confiança), que é difícil saber por onde começar.

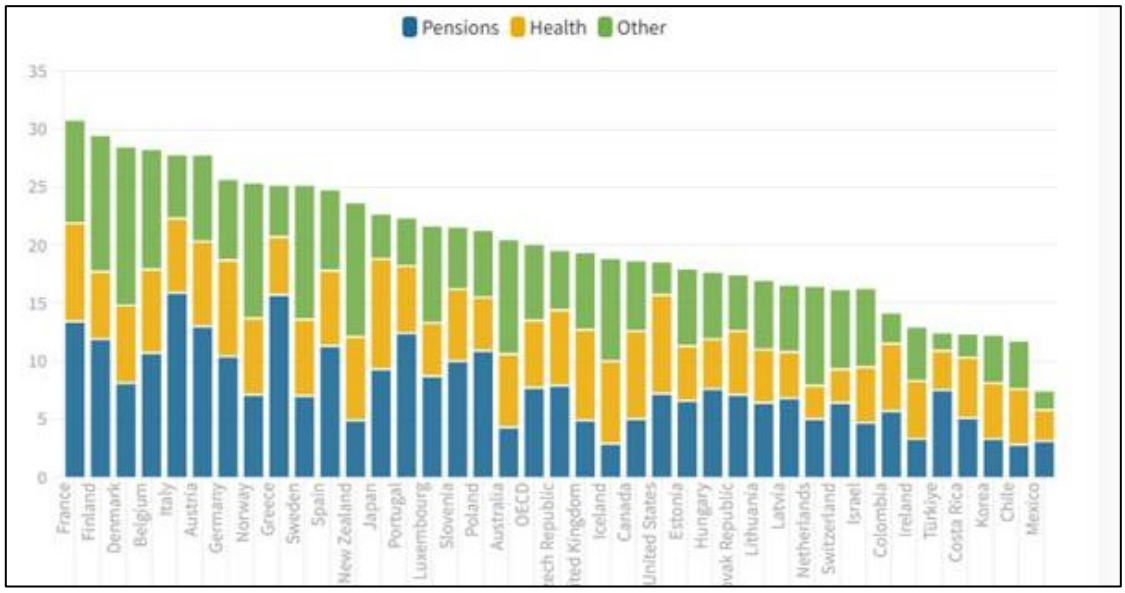
Em primeiro lugar, por que os níveis de dívida pública são tão altos nas principais economias capitalistas? Seria devido aos gastos excessivos dos governos com serviços públicos, benefícios sociais, infraestrutura e pensões? Isso é manifestamente falso.

Nos países da OCDE, o gasto público com assistência social representava menos de 10% do PIB em 1960, mas mais que dobrou desde então, chegando a uma média de pouco mais de 20% em toda a OCDE. No entanto, dois terços desse gasto são destinados a pensões e serviços de saúde, à medida que a população das principais economias envelhece. "Outros gastos sociais" são uma combinação de auxílio-renda para a

[1] Artigo publicado no blog do autor em 10 de setembro de 2026.
[2] Economista e Professor no Departamento de Finanças da Universidade de Pensilvânia.

população em idade ativa e serviços sociais que não sejam de saúde. Representam, em média, não mais do que 6,5% do PIB. O auxílio-renda, equivalente a 1,6% do PIB, destina-se a pagamentos em dinheiro por doença e invalidez, 1,1% a benefícios familiares em dinheiro e 0,6% a seguro-desemprego. Esses gastos são ínfimos se comparados aos subsídios governamentais para a indústria (1,5%, atualmente no nível mais alto desde a crise financeira global de 2008) e para a defesa (atualmente em média entre 2,0% e 2,5%, com meta de subir para 3,0% a 5,0% do PIB até o final desta década).

Imagem 1. Gasto social público por grande área de política social em porcentagem do PIB, em 2019.

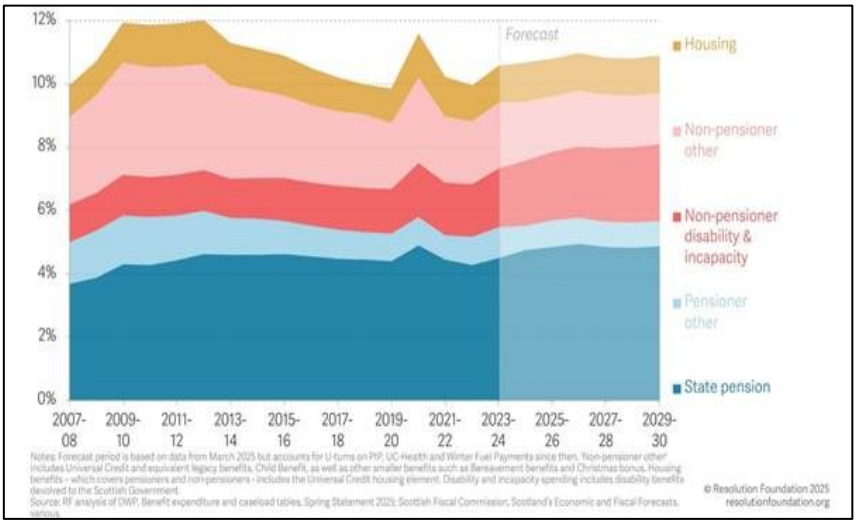


Fonte: Michael Roberts, “Is Keynesianism dead?”, Michael Roberts Blog, 10 set. 2026.

Tomemos como exemplo o Reino Unido. O think tank Resolution Foundation estima que o gasto total com seguridade social ou assistência social na Grã-Bretanha em 2025-26 será de 10,8% do PIB. Isso representa um aumento de 0,8% do PIB em relação ao período anterior à crise financeira global de 2007-08. No entanto, em comparação com 2012-13 (o pico da recessão pós-crise financeira global), o gasto total com assistência social caiu 1,2 % do PIB. Além disso, a previsão é de que o gasto com assistência social aumente apenas 0,1% do PIB até 2029-30.

Portanto, quando Haldane fala sobre a necessidade de acabar com o ‘estímulo fiscal’ ao estilo keynesiano devido à dívida pública excessiva, isso não pode ser atribuído aos gastos com bem-estar social.

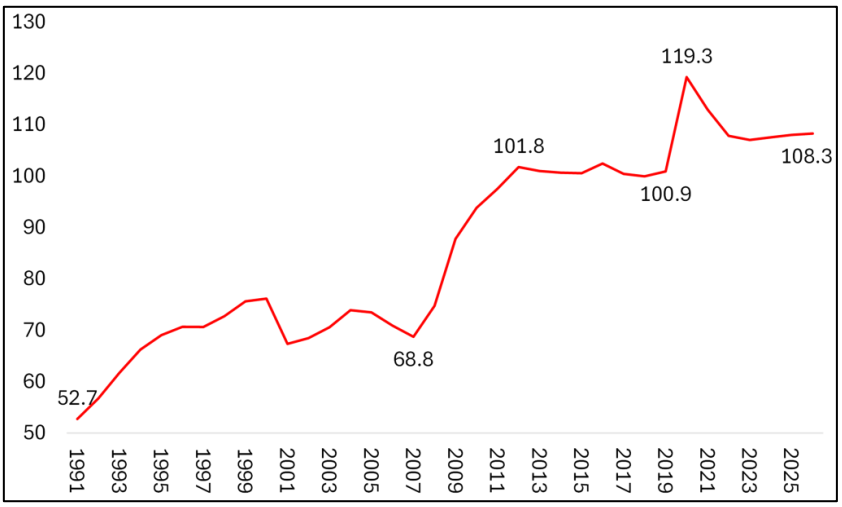
Imagem 2. Gastos com seguridade social como proporção do PIB, por categoria: Grã-Bretanha.



Fonte: Resolution Foundation (análise a partir de dados do DWP e da Scottish Fiscal Commission), © 2025. Reproduzido de Michael Roberts, "Is Keynesianism dead?", Michael Roberts Blog, 10 set. 2026.

Além disso, Haldane não explica por que os níveis da dívida pública aumentaram tanto nas principais economias. Mas, se analisarmos a série histórica da dívida pública em relação ao PIB, fica claro que os aumentos mais acentuados e significativos ocorreram em conjunto com crises financeiras e recessões na economia capitalista. Foram esses eventos que forçaram os governos a resgatar os bancos e outras instituições financeiras em 2008-2009 e a financiar empregadores e empresas durante a crise da pandemia de COVID-19. Tanto antes quanto durante esses dois eventos, os níveis da dívida pública praticamente não aumentaram.

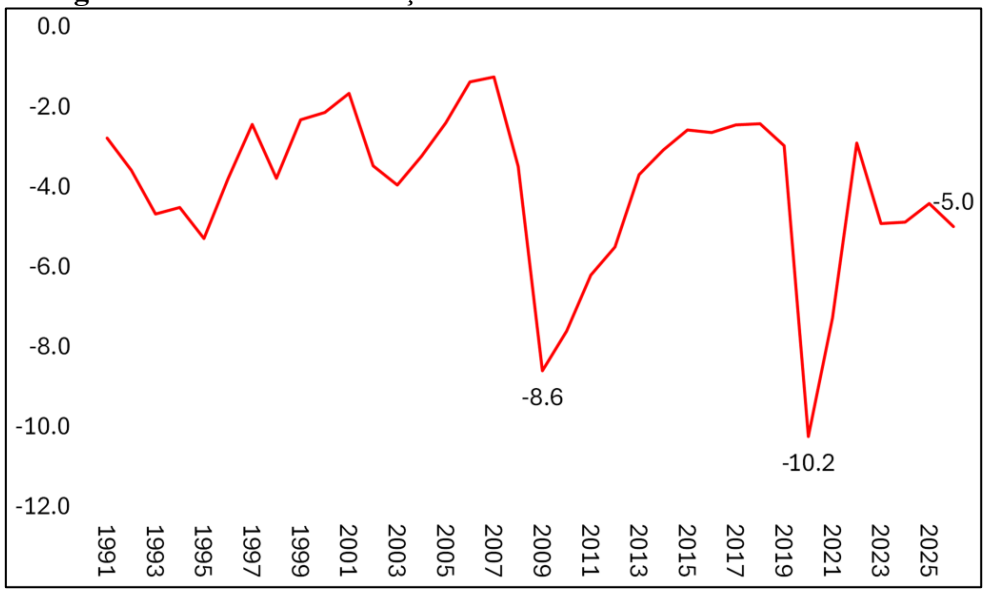
Imagem 3. OCDE: média da dívida pública em relação ao PIB (%).



Fonte: Michael Roberts, "Is Keynesianism dead?", Michael Roberts Blog, 10 set. 2026.

Quanto aos déficits orçamentários anuais, novamente os maiores déficits ocorreram no período das duas crises econômicas, visto que os governos gastaram mais com seguro-desemprego e outros benefícios, enquanto arrecadaram menos impostos.

Imagem 4. OCDE: déficits orçamentários anuais médios como % do PIB.



Fonte: Michael Roberts, "Is Keynesianism dead?", Michael Roberts Blog, 10 set. 2026.

Nos períodos de crescimento relativamente mais acelerado (1991-2007), os déficits orçamentários anuais representaram, em média, 3% do PIB, assim como entre 2014 e 2019. Os déficits anuais têm sido maiores desde o fim da recessão causada pela pandemia, devido ao aumento dos custos com juros, em função do acúmulo de dívidas e da elevação das taxas de juros, além do fraco crescimento econômico na maioria das principais economias. Durante os períodos de austeridade, enquanto a maioria da população enfrentou aumento de impostos, outros obtiveram reduções no imposto de renda (principalmente para os grupos de renda mais alta) e no imposto sobre lucros corporativos. Isso significou que a arrecadação tributária do governo, como percentual do PIB, permaneceu estável em torno de 36% do PIB, garantindo o aumento dos déficits orçamentários anuais.

Haldane argumenta que as políticas keynesianas de gestão macroeconômica, ou seja, o aumento dos gastos governamentais e a redução de impostos para impulsionar o crescimento econômico, estão "obsoletas" no atual cenário de alta dívida pública, porque as medidas keynesianas aumentarão a dívida em vez do crescimento. Haldane considera que isso significa que o famoso "multiplicador" keynesiano não funciona mais. O

multiplicador keynesiano defende que o aumento dos gastos governamentais impulsiona o consumo e o investimento, levando, assim, a um maior crescimento do PIB real. Esse crescimento do PIB real superará os gastos extras e a dívida pública, justificando-se, portanto, por si só.

Meu problema aqui é que a questão com o multiplicador não é que ele não funcione em um mundo de alta dívida pública, mas sim que ele não funciona em uma economia capitalista se a rentabilidade do capital não aumentar com os gastos do governo. Como Guglielmo Carchedi e eu explicamos em 2013, a diferença entre o multiplicador keynesiano (a razão entre a variação dos gastos públicos e o crescimento) e o multiplicador marxista (ou seja, a razão entre a variação dos lucros e o crescimento) é que *"no multiplicador keynesiano, a rentabilidade desempenha um papel secundário e os efeitos (*dos gastos públicos) *sobre a economia são sempre aparentemente positivos. No multiplicador marxista, a rentabilidade é central... A questão é se n rodadas de investimentos subsequentes geram uma taxa de lucro maior, menor ou igual à taxa média de lucro original".* Como explicamos em nosso artigo, o que importa em uma economia capitalista não é a variação da "demanda agregada", mas sim a variação da rentabilidade do capital. O multiplicador keynesiano é um fraco motor de crescimento em comparação com o multiplicador marxista da rentabilidade (ver Mundo em Crise, p. 26, Figura 1.10).

Após o fim da Grande Recessão, há poucas evidências de que os países que apresentaram déficits orçamentários mais elevados e, consequentemente, aumento da dívida pública, tenham se recuperado mais rapidamente e apresentado maior crescimento do PIB do que aqueles que não o fizeram. Diversos estudos demonstram que o chamado multiplicador keynesiano (a relação entre o crescimento real do PIB e o aumento dos gastos governamentais ou do déficit orçamentário) apresenta baixa correlação com a recuperação econômica após 2009. A Comissão Europeia constatou que o multiplicador keynesiano ficou bem abaixo de 1 no período pós-Grande Recessão. O custo médio de produção de um ajuste fiscal equivalente a 1% do PIB não ultrapassou 0,5% do PIB para a UE como um todo.

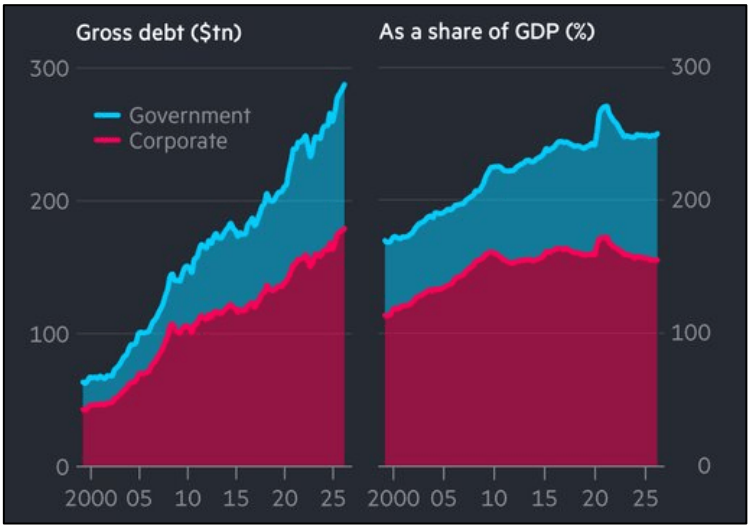
O argumento de Haldane contra o multiplicador keynesiano é diferente. O aumento dos gastos governamentais, mesmo que direcionados a investimentos públicos em vez de "bem-estar social" ou serviços públicos, na verdade deprimirá o crescimento, afirma ele. *"Em um estudo com 44 países, Ilzetzki, Mendoza e Végh encontraram evidências de*

que o estímulo fiscal deprime o crescimento – um multiplicador fiscal negativo – quando a dívida pública dos países excede 60% do PIB. Com todos os países do G7 apresentando índices de endividamento acima desse limite, será que estamos entrando na zona cinzenta das políticas keynesianas?"

Aqui, Haldane recorre à teoria desacreditada de Rogoff e Reinhart, que argumentaram em seu (in)fame livro, "Desta Vez é Diferente", que economias com altos índices de dívida pública (eles argumentaram que o limite seria de 90% do PIB) teriam menor crescimento e, eventualmente, uma crise financeira. O estudo empírico que sustentava essa afirmação foi posteriormente exposto como repleto de erros de codificação e estatísticos. É verdade que outros estudos, como o citado por Haldane, mostram uma correlação entre alta dívida pública e menor crescimento. Mas isso implica que é a alta dívida pública que deprime o crescimento ou é o contrário: que a desaceleração do crescimento ou recessões declaradas causam maior dívida pública? Claramente, é a segunda opção, como demonstram as evidências acima.

E se buscarmos o aumento da dívida como causa do crescimento mais lento e das crises financeiras, a dívida do setor privado, em particular a dívida corporativa excessiva e a dívida financeira, ou seja, o que Marx chamou de capital fictício, é uma culpada muito mais provável do que a dívida pública. O aumento da dívida privada começou a superar a dívida pública em relação ao PIB no chamado período neoliberal e permaneceu maior do que a dívida pública até a crise financeira global de 2008-2009.

Imagem 5. A dívida total, corporativa e governamental, atingiu quase US$ 300 trilhões.



Fonte: IIF, via Financial Times.
Reproduzido de Michael Roberts, "Is Keynesianism dead?", Michael Roberts Blog, 10 set. 2026.

E como afirmou recentemente a OCDE: "Desde 2008, a emissão de títulos corporativos cresceu significativamente acima da tendência, enquanto o investimento corporativo não acompanhou esse crescimento. A emissão acumulada de títulos por empresas não financeiras entre 2009 e 2023 foi US$ 12,9 trilhões superior à tendência anterior a 2008, enquanto o investimento corporativo foi US$ 8,4 trilhões inferior. Em vez de investimento produtivo, grande parte da dívida nos últimos anos tem sido usada para financiar operações financeiras, como refinanciamentos e pagamentos a acionistas. Isso sugere que é improvável que a dívida existente se pague por meio dos retornos do investimento produtivo.".

Imagem 6. O aumento do endividamento corporativo não tem estado associado a um maior investimento.



Fonte: Michael Roberts, "Is Keynesianism dead?", Michael Roberts Blog, 10 set. 2026.

Para Haldane, a "consolidação fiscal" (ou seja, austeridade) ajudará a impulsionar o crescimento. Para os keynesianos, o "estímulo fiscal" (gastos governamentais) impulsionará o crescimento. Na minha opinião, ambos estão errados. O que impulsiona o crescimento é o investimento nos setores produtivos (criadores de valor) da economia, e o que impulsiona o investimento produtivo é o aumento da rentabilidade do setor capitalista, que contribui com entre 15% e 18% do PIB em investimentos, em comparação com o investimento público, que representa menos de 3% do PIB. Enquanto essa proporção se mantiver, serão as vozes dos capitalistas que dominarão. E eles alegarão que a alta dívida pública causa recessões e, portanto, a única maneira de restaurar o crescimento é cortar a dívida por meio da austeridade. No entanto, é evidente que é o endividamento excessivo e as consequentes crises no setor capitalista que levam à alta dívida pública.

Existem várias maneiras de reduzir o peso da dívida: uma inflação mais alta, que reduz o valor real da dívida e aumenta o PIB nominal. Essa solução transfere as perdas para os detentores da dívida, razão pela qual o setor financeiro se opõe tão veementemente à inflação. Mas também transfere o ônus para a maioria dos trabalhadores por meio do aumento do custo de vida.

Outra forma de reduzir o rácio da dívida é aumentar o crescimento do PIB real através de maiores investimentos. Mas isso não acontecerá enquanto o investimento depender das expectativas de rentabilidade ("otimismo animal") do setor capitalista. E nenhum governo atual está preparado para estatizar os setores estratégicos da economia capitalista – bancos e empresas – para permitir uma expansão do investimento público. Assim, a "consolidação fiscal expansionista" (Haldane), ou o que antes se chamava de austeridade fiscal, continuará a ser a política dos governos pró-capitalistas.