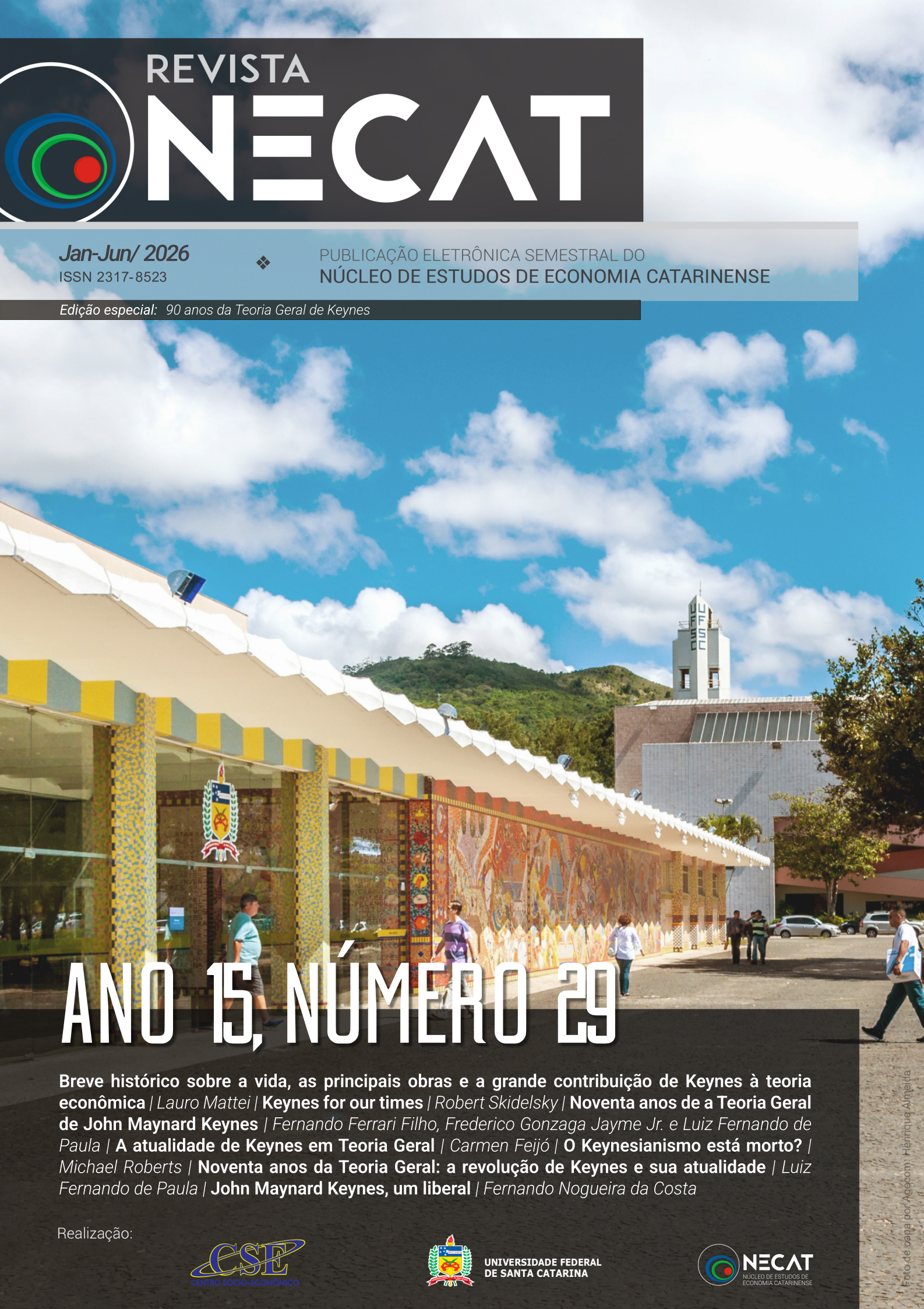
REVISTA NECAT

Jan-Jun/ 2026
ISSN 2317-8523

PUBLICAÇÃO ELETRÔNICA SEMESTRAL DO
NÚCLEO DE ESTUDOS DE ECONOMIA CATARINENSE

*Edição especial:* *90 anos da Teoria Geral de Keynes*



# ANO 15, NÚMERO 29

**Breve histórico sobre a vida, as principais obras e a grande contribuição de Keynes à teoria econômica** | *Lauro Mattei* | **Keynes for our times** | *Robert Skidelsky* | **Noventa anos de a Teoria Geral de John Maynard Keynes** | *Fernando Ferrari Filho, Frederico Gonzaga Jayme Jr. e Luiz Fernando de Paula* | **A atualidade de Keynes em Teoria Geral** | *Carmen Feijó* | **O Keynesianismo está morto?** | *Michael Roberts* | **Noventa anos da Teoria Geral: a revolução de Keynes e sua atualidade** | *Luiz Fernando de Paula* | **John Maynard Keynes, um liberal** | *Fernando Nogueira da Costa*

Realização:

CSE CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA

NECAT NÚCLEO DE ESTUDOS DE ECONOMIA CATARINENSE

Foto de capa por Agecom/ Henrique Almeida

# REVISTA NECAT

Revista semestral do Núcleo de Estudos de Economia Catarinense

**Editor**
Prof. Lauro Mattei – UFSC.

**Comitê Editorial**
Ivo Marcos Theis (FURB); Lauro Mattei (UFSC); Valdir Alvim (UFSC).

**Conselho Editorial**
André de Avila Ramos (UFSC); André Modenezi (UFRJ); André Moreira Cunha (UFGRS); Anthony Pereira (Kings College – Reino Unido); Fernando Cézar de Macedo (Unicamp); Fernando A. M. Mattos (UFF); Ivo Marcos Theis (FURB); José Luis Oreiro (UnB); José Rubens Garlipp (UFU); Joshua Farley (Universidade de Vermont – EUA); Lauro Mattei (UFSC); Luiz Fernando Rodrigues de Paula (UFRJ); Maurício Amazonas (UnB); Milko Matijascic (IPEA); Nelson Delgado (UFRRJ); Paulo Sergio Fracalanza (Unicamp); Steven Helfand (Universidade da Califórnia – EUA); Valdir Alvim (UFSC).

**Endereço**
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Socioeconômico, Departamento de Economia e Relações Internacionais. Campus Universitário, Trindade.
88040-900 – Florianópolis, SC, Brasil.

**Revista NECAT –** Núcleo de Estudos de Economia Catarinense – Ano 15, nº 29, Jan-Jun. Florianópolis, NECAT, 2026.

É permitida a reprodução desde que citada a fonte. Os artigos assinados são de inteira responsabilidade dos autores.

Página eletrônica: http://revistanecat.ufsc.br/

E-mail: necat.ufsc@gmail.com

# SUMÁRIO

**EDITORIAL** ..... 1

**BREVE HISTÓRICO SOBRE A VIDA, AS PRINCIPAIS OBRAS E A GRANDE CONTRIBUIÇÃO DE KEYNES À TEORIA ECONÔMICA**
Lauro Mattei ..... 3

**KEYNES FOR OUR TIMES**
Robert Skidelsky ..... 9

**NOVENTA ANOS DE A TEORIA GERAL DE JOHN MAYNARD KEYNES**
Fernando Ferrari Filho
Frederico Gonzaga Jayme Jr.
Luiz Fernando de Paula ..... 15

**A ATUALIDADE DE KEYNES EM TEORIA GERAL**
Carmen Feijó ..... 19

**O KEYNESIANISMO ESTÁ MORTO?**
Michael Roberts ..... 22

**NOVENTA ANOS DA TEORIA GERAL: A REVOLUÇÃO DE KEYNES E SUA ATUALIDADE**
Luiz Fernando de Paula ..... 30

**JOHN MAYNARD KEYNES, UM LIBERAL**
Fernando Nogueira da Costa ..... 33

# EDITORIAL

Há quase um século o debate econômico está sendo permeado por muitas questões que derivaram da grande depressão econômica da década de 1920. Naquela época a preocupação central era, em caráter prioritário, como restabelecer o funcionamento adequado da economia, com capacidade para gerar emprego e renda para o conjunto da sociedade.

Naquela época a grande questão foi como os Estados Nacionais poderiam coordenar e estimular investimentos no sentido de alavancar a demanda para gerar crescimento econômico e, ao mesmo tempo, promover também o desenvolvimento social. Ou seja, a teoria keynesiana emerge exatamente para atacar essas lacunas teóricas, seja por meio da expansão do gasto público, seja pela coordenação do investimento privado.

A estabilização econômica proposta por Keynes defendia que o orçamento de capital devesse funcionar como o estabilizador da economia de tal forma que na recessão, quando o investimento privado cai por incerteza sobre o futuro, o Estado deveria expandir o gasto em obras planejadas para reativar a demanda; enquanto no crescimento, quando o setor privado voltasse a investir, o Estado deveria desacelerar os investimentos anteriores de tal maneira a não expandir demasiadamente a economia e, com isso, gerar inflação.

Em função disso, desde os tempos de Keynes caíram por terra alguns dogmas, em especial as profecias dos mercados autorregulados, o dogma da redução dos salários como solução para o desemprego, além da simples profecia do corte de gastos como solução para qualquer problema de ordem econômica. Na verdade, quando adotadas tais profecias apenas fazem a renda cair, agravando ainda mais as condições econômicas gerais, especialmente em termos de emprego e renda.

Assim, e ao contrário do mito de que o *mainstream* divulgou de que Keynes defendia déficits públicos generalizados, sua intenção era que o orçamento cotidiano do governo sempre estivesse equilibrado ou em superávit.

Hoje, ao contrário, a maioria dos analistas econômicos está focada nas respostas obsessivas dos ajustes fiscais capazes de estabilizar contas e reduzir déficits públicos dentro de padrões que não necessariamente levam em consideração realidades socioeconômicas distintas. Portanto, o foco não está mais em como expandir as atividades econômicas, mas em como reduzi-las para que caibam nos orçamentos públicos. Ou seja,

como cortar gastos públicos e desvincular receitas para atender os interesses de grupos econômicos seletos, especialmente da esfera financeira.

No debate econômico contemporâneo (especialmente no Brasil), as regras fiscais geralmente tratam o gasto público de forma homogênea. Quando um governo precisa cortar despesas para cumprir uma meta fiscal, ele tende a cortar justamente os investimentos do orçamento de capital, porque é politicamente mais fácil paralisar uma obra do que demitir servidores ou cortar salários (Orçamento Corrente).

❖

Visando recuperar a atualidade da Teoria Geral de Keynes após 90 anos de sua publicação original, apresentamos neste número especial da Revista NECAT um conjunto de artigos que resgatam os principais fundamentos teóricos da obra de Keynes, a qual foi deturpada em muitos aspectos pelo "*mainstream* econômico", especialmente após o pós-guerra.

# BREVE HISTÓRICO SOBRE A VIDA, AS PRINCIPAIS OBRAS E A GRANDE CONTRIBUIÇÃO DE KEYNES À TEORIA ECONÔMICA

*Lauro Mattei*[1]

A Teoria Geral de Keynes, denominada de Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, originalmente publicada em 1936, se consagrou com uma das obras clássicas do século XX, além de continuar marcando gerações de economistas e demais pesquisadores desde então. No tempo em que se está celebrando 90 anos da primeira publicação da Teoria Geral, registra-se que seu conteúdo continua sendo um divisor de águas no ensino econômico dominado pelos pressupostos do mainstream.

Neste breve artigo apresentaremos a trajetória pessoal, profissional e acadêmica de Keynes, destacando-se também suas contribuições sociais, culturais e políticas, características essas que o colocam no patamar dos maiores pensadores do século XX, à luz de suas contribuições particulares no campo da Economia.

Para tanto, iremos sistematizar algumas informações pessoais para, posteriormente, resenhar sua formação acadêmica e destacar sua vasta obra literária que se encontra registrada nos famosos 30 volumes do "Collected Writings of John Maynard Keynes". Neste caso, destacaremos apenas os principais livros que marcaram os debates da época autor.

## 1. QUEM FOI KEYNES

John Maynard Keynes nasceu em Cambridge (Inglaterra) no dia 05 de junho de 1883 e morreu em 21 de abril de 1946 (Domingo de Páscoa) em Tilton, East Essex, Inglaterra. Fez parte de uma família intelectual aristocrata, cujo pai (John Neville Keynes) foi filósofo, economista e administrador acadêmico e sua mãe (Florence Ada) foi a primeira mulher da cidade a ser conselheira e posteriormente prefeita de Cambridge. Na universidade de Cambridge participou da sociedade secreta (seita universitária fundada ainda em 1820) que discutia "questões sérias" da época. É nesse período que personalidades eminentes fundaram o grupo de Bloomsbury, nome do bairro onde se reuniam na região central de Londres. Dele participavam personalidades eminentes e talentosas da vida intelectual e cultural de Cambridge, Oxford e Londres (Bertrand

[1] Professor Titular do Departamento de Economia da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC) e Coordenador Geral do Núcleo de Estudos de Economia Catarinense (NECAT/UFSC).

Russell, T. S. Eliot, Darwin, Keynes, Leonard e Virginia Woolf, etc.) que discutiam os problemas da época e que influenciaram as artes e a ciência no século XX.

## 2. SOBRE FORMAÇÃO E TRAJETÓRIA PROFISSIONAL DE KEYNES:

Entre 1902-1906 Keynes estudou no King´s College (Universidade de Cambridge) onde se formou em matemática. Ainda nesse período teve contato com Alfred Marshall, que viria a ter grande influência em sua trajetória acadêmica posterior. Entre 1906-1908 atuou como funcionário público no escritório da Índia localizado em Londres. Ainda em 1908 apresentou uma dissertação sobre o Tratado de Probabilidade na Universidade de Cambridge, a qual inicialmente foi rejeitada, porém aceita no ano seguinte. Em 1909 retorna à universidade para ser professor com uma bolsa inicialmente paga por Marshall e posteriormente por Pigou (professor cujas teorias foram criticadas duramente por Keynes). Nesse período (1909-1915) seus cursos se concentravam nos temas do dinheiro, crédito e preços. Entre 1915-1919 atuou junto ao Governo Inglês tendo papel importante na formulação da economia de guerra, inclusive tendo sido o representante do governo Inglês na Conferência da Paz realizada na França. Neste caso, o registro mais eloquente é que Keynes não assinou o Tratado de Versalhes. Renunciou ao cargo por discordar das sanções que foram impostas à Alemanha porque, segundo ele, isso poderia ser o estopim de uma nova guerra. A partir de 1920 retorna à universidade de Cambridge e passa a atuar como professor no King's College. Na sequência é nomeado editor do The Economic Journal, cargo que exerceu até 1930. Além disso, foi gestor das finanças do próprio College.

Na década de 1930 (época da grande depressão) atingiu seu auge no debate acadêmico quando destinou um novo olhar ao ambiente intelectual ao seu redor que era dominado pela ideia da economia como uma ciência exata e sem destacar suas finalidades sociais.

Em 1944 liderou a delegação britânica durante as discussões dos acordos de Bretton Woods (EUA). Naquele momento debateu a criação do novo sistema financeiro do pós-guerra, contribuindo para fundar o FMI e o Banco Mundial, muito embora sua proposta foi derrotada pelas proposições norte-americanas. Originalmente Keynes propôs um sistema global para gerenciar o comércio mundial à luz do BANCOR (uma moeda supranacional de reserva para fazer as transações e evitar o domínio absoluto de uma

única moeda). Torna-se desnecessário mencionar que a proposta de Keynes não foi aceita, prevalecendo em seu lugar a adoção da moeda norte-americana como padrão global.

## 3. AS OBRAS MAIS RELEVANTES DE KEYNES

A produção acadêmica e literária de Keynes é bastante ampla e a maior parte dela está sintetizada nos 30 volumes do "Collected Writings of John Maynard Keynes" publicada pela Editora da Universidade de Cambridge em parceria com a Royal Economic Society. Registra-se que nesses volumes estão condensados todos os materiais produzidos por Keynes, especialmente cartas e textos que ele enviava aos debatedores de suas obras.

Neste sentido, destacamos na sequência os principais livros em ordem cronológica de suas publicações:

a) *Indian Currency and Finance*. Livro publicado em 1913.
b) *As Consequências Econômicas da Paz*. Livro publicado em novembro de 1919.
c) *Um tratado sobre Probabilidade* (1ª versão em 1921 e 2ª versão em 1922): livro a partir de sua dissertação de mestrado reprovada em 1908, mas aceita em 1909.
d) *A Revisão do Tratado: fazendo uma continuação das consequências econômicas da paz*. Livro escrito em 1922
e) *O Fim do Laissez-Faire*. Livro publicado em 1926.
f) *O Tratado da Moeda*. Livro publicado em dois volumes em 1930.
g) *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Livro publicado em 1936.
h) *Como Pagar a Guerra*. Livro publicado em fevereiro de 1940.

Nessa extensa produção teórica ainda deve ser citada mais uma produção que não foi divulgada em forma de livro, mas como artigo em revista acadêmica. Neste caso, destaca-se o ensaio "Autossuficiência Nacional" publicado na Revista The Yale Review, em 1933, obra em que Keynes defendeu as políticas de expansão dos gastos públicos para fazer frente ao processo depressivo que se instalara a partir de 1929. Para muitos intérpretes, esse artigo foi de grande relevância para o aprofundamento das ideias que constam na Teoria Geral, uma vez que Keynes deixou de ser um defensor do livre-comércio para argumentar em favor de políticas nacionais de controle de capitais.

## 4. BREVES NOTAS SOBRE O CONTEÚDO DA TEORIA GERAL

### 4.1 Aspectos Gerais

No prefácio da Teoria Geral Keynes já deixa uma mensagem bem contundente sobre o debate que ele iria enfrentar: "A elaboração deste livro foi para o autor uma longa luta de libertação, e sua leitura deve ser o mesmo para a maioria dos leitores se as investidas do autor sobre eles tiverem sucesso – uma luta de libertação de formas habituais de pensamento e de expressão. As ideias aqui expressas tão laboriosamente são extremamente simples e devem ser óbvias. A dificuldade não está nas novas ideias, mas em escapar das velhas que se ramificaram naqueles que foram criados como a maioria de nós foi, por todos os cantos de nossas mentes". J.M. Keynes, 13.12.1935.

Neste sentido, é importante recordar o contexto histórico e teórico da época da Teoria Geral. Do ponto de vista histórico, registra-se a passagem século XIX para XX foi marcada por uma forte expansão da indústria e do comércio, a qual ampliou as contradições entre capital e trabalho, ao mesmo tempo em que aumentaram as disputas políticas pelos territórios levando à conflitos e guerras. Além disso, a crise econômica global do final da década de 1920 colocou os meios de produção em desuso e expandiu as taxas de desemprego. Como consequências, ocorreu uma queda do nível de renda e expansão das desigualdades sociais.

Do ponto de vista teórico, o pensamento econômico Neoclássico havia se tornado hegemônico na passagem do Século XIX para Século XX, sendo que tal hegemonia se sustentava na Lei de Say e na Lei do Equilíbrio Geral Walrasiano. Para tanto, todo o debate sobre a Teoria do Valor-Trabalho do século anterior cedeu lugar ao debate sobre a Teoria do Valor-Utilidade dos bens. Neste cenário ganhou a ideia do livre mercado assentado no princípio do ajuste automático, destacando-se que a intervenção do estado era prejudicial ao funcionamento da economia.

São exatamente esses pontos centrais que Keynes irá atacar de forma a explicitar um rompimento teórico com a "tradição clássica". Dentre os questionamentos keynesianos destacam-se os seguintes: os mecanismos de ajuste automático de mercado não funcionavam; a rigidez de preços não era uma explicação aceitável para o desemprego; o nível de emprego não era definido pelos trabalhadores; o nível de atividade econômica não era comandado pela oferta, enquanto o nível de investimento não era

condicionado pelo volume prévio da poupança. Diferentemente da ideia de equilíbrio, Keynes afirmava que a economia era altamente instável e flutuava de forma cíclica. Tais flutuações eram impulsionadas pelas forças internas do próprio sistema econômico e não por choques exógenos. Neste cenário, a moeda não detinha uma função meramente passiva na economia como preconizava a teoria neoclássica.

Diante desse contexto, Keynes indicou quatro grupos de questões que precisavam ser melhor estudadas pela Teoria Econômica: 1) Como se determina o nível de investimentos na economia e quais são os impactos desses investimentos sobre as atividades produtivas?; 2) Quais são os principais fatores que afetam o comportamento do emprego e quais as causas que levam ao desemprego?; 3) Como são estabelecidas as relações entre as variáveis reais (Investimento e Consumo) e as variáveis monetárias (Moeda e Taxa de Juros)?; 4) Quais são os elementos que promovem alterações no funcionamento dos sistemas econômicos gerando ondas cíclicas?

Para tanto, elencou duas questões centrais que precisavam ser resolvidas pela sociedade capitalista: 1) Como gerar emprego continuamente visando combater o desemprego cuja existência não é responsabilidade dos trabalhadores?; 2) Como reduzir as desigualdades sociais por que elas eram uma ameaça ao modo de produção capitalista? Desde logo, Keynes adiantou que duas ações seriam cruciais: controlar a agiotagem e adotar políticas de distribuição de renda.

### 4.2 Pressupostos e Fundamentos do Novo Paradigma Teórico:

As explicações keynesianas que fundamentam o novo paradigma teórico podem ser condensadas nas seguintes afirmações:

a) São as variações na demanda que impactam diretamente o volume de produção, emprego e renda das sociedades;
b) Insuficiências de demanda provocam efeitos negativos sobre a taxa de investimentos, o que pode ser resolvido via política econômica que estimule a demanda agregada;
c) Também são decisivas as variações no nível de investimentos para se manter e ampliar a capacidade produtiva dos sistemas econômicos;
d) O desemprego decorre do funcionamento desse sistema e não será resolvido mediante reduções salariais;
e) O sistema monetário é relevante porque a moeda exerce um papel fundamental na

conexão entre o mundo monetário e o mundo real;

f) Como o futuro econômico é incerto, são as expectativas dos agentes econômicos que balizam o comportamento da produção, do emprego e da renda;

Em resumo, o tripé do sistema econômico keynesiano se assenta na instabilidade, incerteza e desequilíbrio, processo que gera ondas cíclicas as quais alternam fases de expansão e de retração das atividades econômicas.

### 4.3 Princípio da Demanda Efetiva (PDE) como ponto de partida

O PDE está associado à ideia de uma Economia Monetária da Produção (EMP), cujo comportamento agregado da economia decorre das decisões das empresas individuais visando maximizar suas taxas de lucro a partir de decisões de gastos com Consumo e Investimento.

As empresas decidem produzir um determinado volume de produção (gastam recursos com bens) porque existe a expectativa de aumento das vendas que poderia elevar suas rendas e, consequentemente, as taxas de lucros.

Para Keynes, são essas expectativas que condicionam o volume de produção, o nível de emprego e o nível de renda. Decorre daí que o futuro é condicionado pelas decisões no presente. Por isso, os resultados são incertos, ou seja, os agentes atuam desconhecendo o amanhã e concebem uma economia imaginária.

No diagrama da Teoria Neoclássica, quando as curvas de oferta e demanda se cruzam significa o pleno emprego. Já pelo PDE tal intersecção significa a maximização da taxa de lucro relacionada a um volume exato de emprego, uma vez que as empresas decidem o nível de produção à luz do salário nominal fixado *ex ante* (tanto pelas leis como pelo próprio mercado de trabalho). Em outras palavras, o princípio da demanda efetiva define uma quantidade exata de mão-de-obra que será contratada para colocar o processo de produção em movimento e potencializar a taxa de lucro do empresário. Portanto, o PDE não é uma relação porque ele indica uma quantidade precisa de mão de obra a ser alocada no processo de produção.

Por decorrência, Keynes afirma que qualquer mudança na produção e no nível de emprego sempre são comandadas pelo montante de gastos dos agentes econômicos. Portanto, apenas a ele compete definir o volume de emprego na sociedade.

# KEYNES FOR OUR TIMES[1]

*Robert Skidelsky*[2]

*Keynes's moral philosophy and embrace of uncertainty can guide economics, finance, and AI-driven markets today*

Artificial intelligence has a penchant for pronouncements that are clear, confident. . . and often wrong. More than a passing technical flaw, this speaks to the difficulty we all – including AI's human architects – face in dealing with uncertainty.

John Maynard Keynes, in contrast, understood that the future is essentially unknowable, and it is "better to be vaguely right than precisely wrong." This insight remade economics in the 20th century, and it is but one of his ideas that are even more relevant in our own extremely uncertain times.

To understand Keynes's importance today, we go back to his original genius, see how observation and philosophy informed his flexible economic models, and then apply his insights to the problems of 2026.

Two philosophical commitments grounded his economics: in ethics, the distinction between "good as a means" and "good as an end"; in epistemology, the existence of ineradicable uncertainty. I shall return to the former. Regarding the latter, it was Keynes's study of uncertainty that led him to give money its starring role in the economy.

Far from just a passive tool for barter, money, he showed, is a psychological refuge that can push an entire economy toward collapse when people flee to the safety of cash – a phenomenon we've seen multiple times this century, and one we may be heading toward again.

This desire for cash was a moral flaw to him – inseparable from what he called the "love of money," a disease of the mind that drains life from the economy. We will explore how this "vampiric" quality of money creates a power struggle between those who lend and those who build, a conflict that Keynes believed defined much of human history.

Seeing how "machine guns and concentration camps" arose from the mass

[1] Nota da editoria do Informativo NECAT: A editoria da F&D – abreviatura da Revista *Finance & Development* do Fundo Monetário Internacional – autorizou a publicação desse artigo do Robert Skidelsky, desde que mantida sua forma original.

[2] Robert Skidelsky was the foremost biographer of John Maynard Keynes and a life peer of the UK House of Lords. Editor's Note: The author died on April 15, aged 86, before editing was complete. Final edits to this article, which draws on his forthcoming book, Keynes for Our Times, were agreed to by his assistant, Attila Mesterházy, who worked with him on the book.

unemployment of the Great Depression, he writes that "it may be possible by a right analysis of the problem to cure the disease while preserving efficiency and freedom." Understanding the successes and failures of the post–World War II system he willed into being is critically important today, when that system is arguably more in flux than at any time since his death.

A "right analysis" of Keynes's ideas provides clues on how to address today's trade and external imbalances and financial disruptions without resorting to blunt tools such as global tariffs. His insights can help address ethical questions raised by AI. More broadly, he provides a framework for managing a world that feels increasingly out of control.

**1. Rationally unreasonable**

To understand Keynes's commitment to reckoning with uncertainty, start with his distinctive theory of probability. Earlier neoclassical economists saw the future as predictable. He did not. He described probability as the degree of belief in a conclusion justified by evidence. "One can always cook a formula to fit moderately well a limited range of past facts," he writes. "But what does this prove?"

In fact, it is rational to be "unreasonable" in hoarding cash when there is no secure basis for making calculations about the future. His astounding realization that money plays "a part of its own" in the economic drama – that it does more than merely lubricate barter, as previous economists believed – developed over a quarter century.

It started with an attack on the gold standard. The problem, he said, was that gold's scarcity created a deflationary bias, whereas expanding economies require an increasing amount of "lubricating" money. When gold was in short supply the whole economy collapsed, as seen in the Long Depression of the 1880s and 1890s.

Keynes's initial proposed instrument to emancipate economies from their golden fetters was the Quantity Theory of Money. It promised to restore monetary "neutrality" through a scientifically managed elastic currency to fit the "needs of trade." But he soon realized that this mechanism didn't work quickly enough.

The next innovation, elucidated in A Treatise on Money (1930), was to consider the implications of money circulating at different speeds. He divided money flows into two types of circulation, one for what is now called the "real" economy, the other a "financial" circulation, which explained how asset prices and unemployment can rise simultaneously

in the short run. But it didn't explain hoarding.

The Great Depression then led to the liquidity preference theory – the final stage of Keynes's theory of money. "It may still be the case," he said in 1932, "that the lender, with his confidence shattered by his exposure, will continue to ask for new enterprise rates of interest which the borrower cannot expect to earn."

**2. Liquidity premium**

A collapse of investment is simultaneously a flight to liquidity. Flight gives money added value, a "liquidity premium" that causes interest rates to rise rather than fall – the exact opposite of what orthodox theory asserts. We see liquidity preference at work today. It explains the global financial crisis of 2008, the early-COVID-era dash for cash, dramatic swings in stock prices known as "flash crashes," and other recent market seizures.

The whole story depends on irreducible uncertainty about future events. "By 'uncertain' knowledge, let me explain, I do not mean merely to distinguish what is known for certain from what is only probable. The game of roulette is not subject, in this sense, to un-certainty. . . The sense in which I am using the term is that in which the prospect of a European war is uncertain, or the price of copper and the rate of interest twenty years hence, or the obsolescence of a new invention. . . About these matters there is no scientific basis on which to form any calculable probability whatever."

In such information-poor "we don't know" markets, investors rely on conventional wisdom about future prices. When the conventions break down, as they are periodically bound to do – being so flimsily based – there is a flight from commitment. Money takes control of the economic plot.

> *"Keynes's legacy calls us to face current dangers by boldly seeking remedies for capitalism's ills that preserve 'efficiency and freedom.'"*

**3. A moral flaw**

Would Keynes have given money such a starring role had he not found something intrinsically immoral about it? Probably not. There is a strong moral and psychological undercurrent to Keynes's view of money, in which the love of money, far from being a rational response to uncertainty is motivated by avarice, love of power, and love of gold.

In Keynes's monetary drama, the love of money is Janus-faced. Although it pumps blood into static preindustrial economies, excessive love of money sucks the blood out of modern ones. The vampiric quality of money was symbolized for Keynes in the legend of King Midas of Phrygia, whose greed for gold was so intense that (in some versions at least) he starved to death. This is not rational liquidity preference, but a psychological morbidity.

Keynes acknowledged that in the past, "risks and hazards of all kinds" may have played a large part in inducing people to hoard money. He was puzzled, though, by the persistence of this propensity in modern times, when conditions of life are much more secure. Instead of seeing saving as a virtue, Keynes saw it as a brake on enterprise. "[I]t is not thrift but enterprise which builds cities and drains fens.".

Keynes saw the struggle for power between creditors and debtors as the economic plot of history. The purpose of his economic reforms was thus to reduce the power of the creditor over economic life. These plans reflected his view that the love of money is a disease of the soul – but also a felix culpa, or "fortunate fault" – because it drives the economic growth that will free humanity from toil. To expedite this freedom, government programs should harness "the inordinate desire for getting wealth" to drive productive investment.

**4. Keynes for today**

Which aspects of this outstanding thinker's legacy demand our attention today? Let me suggest three.

First, a return to the question of the purpose of economic growth. How much more growth, and what kinds of growth, are needed to secure the material conditions of the good life? Which economic system can best bring about the required conditions?

The initial purpose of economic activity is utilitarian: making a living. But beyond this, says Keynes, economic activity is a means to achieving the good life and should not be extended beyond what is needed for that purpose. This philosophy can help center our discussion of the profound ethical questions about the future of humans in an AI-enabled future.

It can also help fortify us to address the coexistence of unimaginable hoarding of wealth with widespread stagnation and underemployment – these conditions reinvigorate

Keynes's argument for public investment. "Vigilant observation" alone should enable consigning to the dustbin such currently fashionable lunacies as the efficient market hypothesis.

Second, a new impulse to put money back in circulation – to disgorge hoarded wealth. It is worth recalling that Keynes's original attack on the gold standard was directed at both the metal's scarcity and the propensity of surplus countries like the United States – the King Midas of Keynes's day – to hoard it. The purpose of his successive plans for global monetary reform, including the International Clearing Union, was to get the US to disgorge its gold holdings and to restore balanced trade.

The US rejection of this approach resulted in the dollar-centered Bretton Woods system, set up in 1944 with the greenback alone convertible to gold. The US then started to suffer from the King Midas problem as the dollar, the world's leading reserve currency, became progressively overvalued against those of its main competitors, most recently China.

A decline in the value of the dollar was, therefore, necessary to restore US manufacturing and export capacity. President Donald Trump's tariffs may be seen as a crude attempt to secure the necessary currency realignment, but at the expense of a huge disruption to trade and finance.

Keynes would aim for a less disruptive path to trade balance. The most important step would be to replace the reserve function of the dollar with a new international reserve currency he called the "bancor." The same result could be achieved through a progressive increase in the special drawing rights of IMF members.

China's former central bank governor, Zhou Xiaochuan, revived Keynes's bancor idea in 2009 as a way to provide the liquidity needed for expanding international trade. But that movement for currency reform was quashed by the US.

**5. Facing the future**

Third, fearlessly facing dangerous times. This aspect of Keynes's legacy calls us to face current dangers by boldly seeking remedies for capitalism's ills that preserve "efficiency and freedom."

Today we face questions similar to those of a century ago: Does the increasing division of the world into hostile blocs portend a regression to barbarism? Can democracy

tame financial oligarchy? Can it tackle racial and cultural conflict and invest in a way that counters growing inequality within countries and global warming? Or is a retreat of democracy, accompanied by domestic and international violence, inevitable?

In 1939, Keynes looked to war as the grand experiment to prove his case. He was right. It was World War II, not The General Theory of Employment, Interest, and Money, that brought about full employment. But however tempting it is to remove surplus capacity through military spending, Keynes's ideas are independent of any purposes that may make use of them.

The collapse of belief in the possibility of a good future has contributed to the amplification of the world's troubles – economic, geopolitical, spiritual. The question today is as brutal as the one Keynes posed in 1936: Is an apocalypse needed to jolt politicians out of their intellectual ruts, or can a better analysis of our problems restore to health our diseased civilization in conditions of peace and freedom?

# NOVENTA ANOS DE A TEORIA GERAL DE JOHN MAYNARD KEYNES[1]

*Fernando Ferrari Filho*[2]
*Frederico Gonzaga Jayme Jr.*[3]
*Luiz Fernando de Paula*[4]

*Nove décadas após sua publicação, a obra segue indispensável para compreender a instabilidade estrutural do capitalismo e a necessidade do investimento público*

Em 1936, em meio às consequências econômicas e sociais da Grande depressão, John Maynard Keynes publicou *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*, uma obra que transformaria profundamente a ciência econômica. Noventa anos depois, o livro continua surpreendentemente atual. Mais do que uma explicação para as crises de seu tempo, *A teoria geral* oferece uma maneira de compreender por que as economias capitalistas são instáveis, por que o desemprego pode persistir e por que a atuação do Estado é necessária para sustentar o emprego, o investimento e o crescimento.

A importância da obra pode ser compreendida a partir do contexto em que foi escrita. A crise de 1929 havia produzido uma enorme contração econômica e demonstrado que as economias capitalistas não necessariamente retornavam, por seus próprios mecanismos, ao pleno emprego. John Maynard Keynes acompanhou de perto esse processo e chegou a apoiar as iniciativas do *New deal* nos Estados Unidos. Em 1933, escreveu ao presidente Franklin D. Roosevelt defendendo um amplo programa de geração de empregos financiado por dívida pública. No ano seguinte, visitou os Estados Unidos para discutir os problemas da recuperação econômica.

A Teoria Geral foi, portanto, uma resposta a uma questão que permanece relevante: o que acontece quando as decisões individuais dos agentes econômicos não são suficientes para garantir um resultado satisfatório para a sociedade como um todo?

A resposta de John Maynard Keynes rompeu com uma parte importante da tradição econômica de seu tempo. A economia não deveria ser compreendida simplesmente como

[1] Artigo publicado originalmente no site *A Terra é Redonda* em 21 de agosto 2026.
[2] Fernando Ferrari Filho é professor do Departamento de Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS).
[3] Frederico Gonzaga Jayme Jr**.** é professor do Departamento de Economia da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG).
[4] Luiz Fernando de Paula é professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). É autor do livro *A economia brasileira na encruzilhada: ensaios sobre macroeconomia, desenvolvimento econômico e economia bancária* (Appris).

a soma das decisões individuais maximizadoras da utilidade pessoal. Comportamentos que parecem perfeitamente racionais para cada indivíduo podem produzir resultados negativos quando adotados simultaneamente por todos.

O paradoxo da parcimônia é um exemplo clássico: se todos tentam poupar mais ao mesmo tempo, o consumo diminui, a renda e o emprego podem cair e, paradoxalmente, a capacidade de poupança da sociedade também pode ser reduzida. Neste caso, vale a falácia da composição, ou seja, a soma das partes não corresponde ao todo.

A grande inovação de A Teoria Geral foi justamente deslocar a atenção para as variáveis agregadas e para as relações entre produção, emprego, investimento, moeda e demanda. John Maynard Keynes ajudou, assim, a inaugurar a macroeconomia moderna. Seu ponto de partida é o princípio da demanda efetiva, onde a realização da produção é resultado de decisões interdependentes de gasto de empresários, governo e famílias.

Não há razão, em princípio, para que essas decisões conduzam, ao contrário do modelo maximizador vigente à época, a economia ao pleno emprego. Exatamente por isso, o gasto público pode ser essencial para evitar uma recessão caso os gastos privados não conduzam ao pleno emprego. O desemprego poderia ser involuntário e persistente, pois a demanda agregada poderia ser insuficiente.

O investimento ocupa um lugar central nessa explicação. Ele é uma das variáveis mais voláteis da demanda agregada e uma das principais forças que impulsionam a dinâmica econômica. Mas investir significa tomar decisões sobre um futuro que não pode ser conhecido com certeza. É justamente aqui que surge outro elemento fundamental da revolução keynesiana: a incerteza.

Para John Maynard Keynes, não se trata simplesmente de atribuir probabilidades a eventos futuros. Em muitas decisões econômicas, o futuro é fundamentalmente desconhecido. Empresários precisam decidir hoje sobre investimentos que produzirão resultados ao longo de anos, sem dispor de informações completas sobre as condições econômicas futuras. Por isso, expectativas, confiança, convenções e aquilo que John Maynard Keynes chamou de "*animal spirits*" desempenham um papel decisivo nas decisões de investimento.

Quando a confiança diminui, os empresários podem adiar investimentos. Os consumidores também podem postergar suas decisões de gasto. Em uma economia monetária de produção, essas decisões têm consequências que vão além do âmbito

individual: menor investimento e menor consumo significam menor demanda, menor produção e menor emprego. A crise pode, assim, reforçar a própria incerteza que inicialmente a desencadeou.

É nesse ponto que se conecta a terceira dimensão fundamental da análise de John Maynard Keynes em A Teoria Geral: a preferência pela liquidez. Em um ambiente de incerteza, a moeda possui uma característica especial: é o ativo mais líquido. Quando o futuro parece particularmente incerto, agentes econômicos podem preferir manter a riqueza em forma líquida, em vez de direcioná-la para ativos de prazo mais longo e maior risco.

O "amor pelo dinheiro", mencionado por John Maynard Keynes, não deve ser entendido apenas como uma característica psicológica individual. Ele expressa uma resposta racional à incerteza. O problema é que aquilo que pode ser prudente para cada agente pode produzir consequências adversas quando generalizado para toda a economia. Se todos preferem liquidez simultaneamente, os recursos deixam de ser canalizados para o investimento produtivo, comprometendo a demanda, a produção e o emprego.

Essa relação entre a demanda efetiva, a incerteza e a preferência pela liquidez ajudam a explicar por que o capitalismo é inerentemente instável. E é justamente por isso que a intervenção do Estado não constitui, na perspectiva keynesiana, uma anomalia ou uma interferência externa em um sistema que funcionaria perfeitamente sem ela. A atuação pública é parte importante da própria estabilização das economias capitalistas.

John Maynard Keynes defendia políticas fiscais e monetárias expansionistas para enfrentar períodos de retração. O objetivo não é apenas estimular os gastos privados no curto prazo, mas também criar um ambiente institucional favorável à estabilidade do ciclo econômico. A política monetária, por sua vez, deve contribuir para reduzir a preferência pela liquidez e estimular a migração dos recursos para ativos de prazo mais longo, favorecendo o investimento produtivo.

O papel do Estado, contudo, vai além da resposta emergencial às crises. No capítulo 24 de A Teoria Geral, John Maynard Keynes defendeu uma maior responsabilidade pública na organização do investimento. Posteriormente, aprofundou essa concepção ao distinguir orçamento corrente e orçamento de capital, enfatizando a importância de um investimento público permanente. O investimento estatal deveria complementar e estimular o investimento privado, funcionando não apenas como instrumento anticíclico,

mas também como mecanismo estrutural de promoção do crescimento.

A atualidade dessas ideias ficou particularmente evidente nas duas grandes crises econômicas deste século mencionadas nos textos: a crise financeira global de 2008-2009 e a crise provocada pela pandemia de Covid-19. Em ambos os episódios, governos e bancos centrais recorreram a políticas econômicas expansionistas para evitar uma deterioração ainda maior da atividade econômica. A experiência dessas crises mostrou, mais uma vez, que, diante de choques de grande magnitude, a "mão visível" do Estado pode ser indispensável para impedir que a retração da demanda e da confiança se transforme em uma crise prolongada.

Noventa anos depois, a Teoria Geral permanece atual, menos porque Keynes tenha oferecido respostas prontas para todos os problemas econômicos contemporâneos, mas porque identificou características fundamentais do capitalismo que continuam presentes: a instabilidade, a importância da demanda, a centralidade do investimento, a incerteza sobre o futuro e o papel da liquidez nas decisões econômicas.

Como sintetizou o economista norte-americano Hyman Minsky, John Maynard Keynes oferece "os ombros de um gigante" a partir dos quais podemos enxergar com maior clareza a natureza das economias capitalistas. Em um mundo marcado por crises recorrentes e decisões tomadas sob incerteza, essa perspectiva continua sendo uma ferramenta indispensável para a compreensão dos desafios atuais.

# A ATUALIDADE DE KEYNES EM TEORIA GERAL[1]

*Carmen Feijó*[2]

*Para Keynes, o central não era simplesmente quanto o Estado gasta, mas para que gasta e quais capacidades esse gasto cria para a sociedade.*

Ao celebrarmos os 90 anos da publicação da *Teoria Geral* de John Maynard Keynes, é importante recordar que uma de suas contribuições mais profundas não foi apenas explicar as crises econômicas, mas também oferecer instrumentos concretos para governar economias complexas e incertas. Entre esses instrumentos, destaca-se o conceito de orçamento de capital.

Muitas vezes, quando discutimos política fiscal, o debate fica restrito à questão do déficit, da dívida pública ou da necessidade de equilibrar as contas do governo. Keynes propôs uma forma diferente de olhar para as finanças públicas. Para ele, a questão central não era simplesmente quanto o Estado gasta, mas para que gasta e quais capacidades esse gasto cria para a sociedade no futuro.

Por isso, Keynes defendia a separação do orçamento público em orçamento corrente e orçamento de capital. O orçamento corrente financia as despesas ordinárias do Estado: salários, manutenção de serviços públicos, custeio administrativo e todas as despesas necessárias ao funcionamento cotidiano da máquina pública.

O orçamento de capital teria natureza distinta. Ele seria destinado aos investimentos que ampliam a capacidade produtiva da economia e geram benefícios que se estendem ao longo do tempo. São investimentos em infraestrutura, energia, transporte, saúde e educação, ciência, tecnologia, inovação e outras áreas que aumentam a riqueza futura da sociedade.

Essa distinção representa uma profunda mudança na forma de compreender o papel do Estado, pois o orçamento de capital seria um mecanismo de governança do Estado. É ele que permite ao Estado olhar além do curto prazo e orientar a trajetória de desenvolvimento de um país.

Na visão liberal tradicional, o Estado deve ser neutro ao mercado e limitar-se a

[1] Artigo publicado no *Jornal GGN* em 12 de julho de 2026.

[2] Professora Titular na Universidade Federal Fluminense, pesquisadora do CNPq, coordenadora do Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (FINDE/UFF), e Diretora Acadêmica no Centro de Finanças Sustentáveis (CeFiS).

corrigir falhas ocasionais dos mercados. Para Keynes, os mercados não são capazes de garantir estabilidade por si próprios. Em situações de incerteza radical, o investimento privado pode se retrair, o desemprego pode persistir e recursos produtivos podem permanecer ociosos por longos períodos.

Nessas circunstâncias, o Estado não atua como um agente externo ao sistema econômico. Ele é um ator essencial da própria dinâmica econômica. Suas decisões influenciam expectativas, direcionam recursos e criam as condições para que o investimento privado aconteça.

O orçamento de capital é justamente a institucionalização dessa capacidade de coordenação. Por meio dele, o Estado deixa de ser apenas um gestor de caixa e passa a atuar como planejador do futuro. Ele define, por meio de sua capacidade de coordenar expectativas privadas, quais capacidades produtivas serão desenvolvidas, quais setores serão estimulados, quais tecnologias serão desenvolvidas e quais transformações estruturais serão promovidas.

Essa perspectiva analítica também implica uma ruptura importante com a forma como frequentemente avaliamos a política fiscal. As regras fiscais convencionais tendem a tratar todas as despesas públicas de maneira homogênea. Um gasto destinado à manutenção cotidiana da administração pública é contabilizado da mesma forma que um investimento capaz de gerar crescimento econômico, inovação tecnológica e aumento da produtividade por décadas.

Para Keynes, o significado econômico de um gasto depende dos seus efeitos no tempo. Um investimento que amplia a capacidade produtiva futura não pode ser analisado da mesma forma que uma despesa que se esgota no período corrente.

É exatamente por isso que o orçamento de capital é uma ferramenta de política pública: ele permite que as decisões públicas sejam guiadas por uma visão intertemporal do desenvolvimento, e não apenas por restrições contábeis de curto prazo.

Além disso, o orçamento de capital está associado a uma compreensão específica do funcionamento das economias monetárias modernas. Keynes rejeita a ideia de que é necessário poupar primeiro para investir depois. Em uma economia monetária de produção, ocorre o contrário: o investimento é financiado antecipadamente por meio do crédito e da criação de liquidez. Posteriormente, esse investimento gera renda, emprego e riqueza, produzindo a poupança que valida o processo.

Isso significa que a capacidade de investir não depende apenas da existência prévia de recursos financeiros acumulados. Depende, sobretudo, da capacidade institucional de mobilizar recursos para construir o futuro.

O orçamento de capital é, portanto, o instrumento que permite ao Estado exercer essa função estratégica. Essa discussão torna-se ainda mais relevante diante do maior desafio econômico e civilizatório do século XXI: a crise climática.

A transição energética, a descarbonização da economia, a construção de infraestrutura resiliente e a preservação dos ecossistemas exigem investimentos de grande escala cujos benefícios serão colhidos ao longo de décadas. Quando avaliados apenas pelas regras fiscais convencionais, esses investimentos frequentemente aparecem como custos imediatos ou como aumento do déficit público.

No entanto, sob a ótica do orçamento de capital, eles representam formação de capital coletivo. Uma floresta preservada, uma matriz energética limpa, sistemas de transporte de baixo carbono ou infraestrutura adaptada às mudanças climáticas são ativos que sustentam a capacidade produtiva futura da sociedade.

A própria ideia de solvência do Estado é reinterpretada. A verdadeira solvência não é apenas a capacidade de pagar obrigações financeiras no presente. É a capacidade de preservar e expandir as condições que sustentarão a geração de renda, riqueza e arrecadação tributária no futuro.

Por essa razão, a proposta de Keynes de orçamento de capital adquire um significado estratégico na atualidade. Ele permite que o Estado organize a transição climática como um projeto de desenvolvimento, e não como um simples conjunto de despesas.

Em última instância, a grande contribuição de Keynes foi mostrar que o futuro não emerge espontaneamente das forças de mercado. O futuro é resultado de decisões coletivas, de coordenação institucional e de investimento público deliberado.

O orçamento de capital é a expressão concreta dessa visão. Mais do que uma categoria contábil, ele é a governança do Estado sobre o processo de transformação econômica e social. É o instrumento que permite transformar recursos financeiros em capacidades produtivas, reduzir a incerteza, orientar expectativas e construir, de forma planejada, uma trajetória de prosperidade, sustentabilidade e justiça social para as próximas gerações.

# 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.

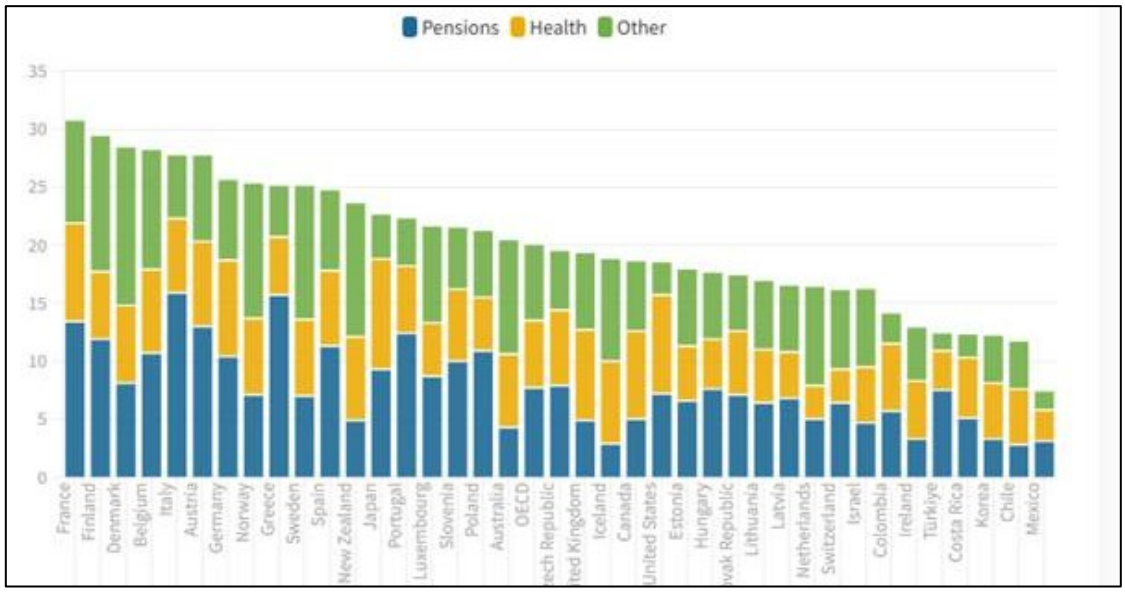
Em primeiro lugar, por que os níveis de dívida pública são tão altos nas principais economias capitalistas? Seria devido aos gastos excessivos dos governos com serviços públicos, benefícios sociais, infraestrutura e pensões? Isso é manifestamente falso.

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.

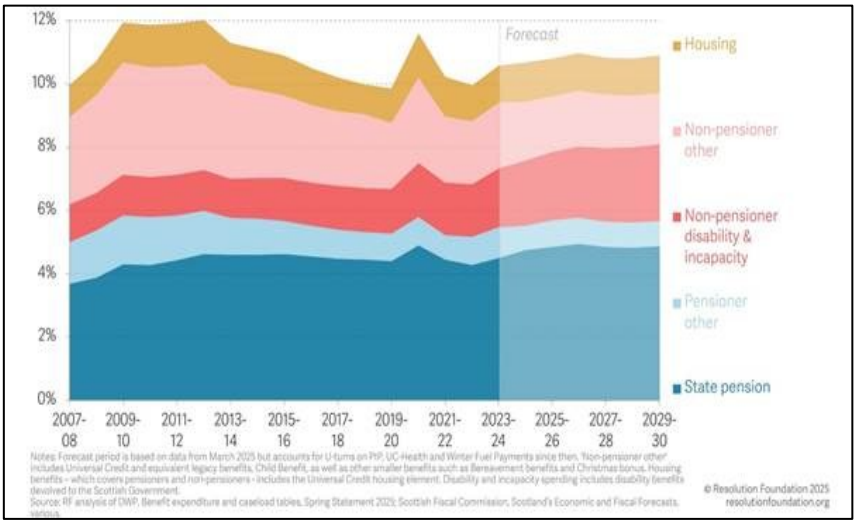



Fonte: Michael Roberts, “Is Keynesianism dead?”, Michael Roberts Blog, 10 set. 2026.

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.

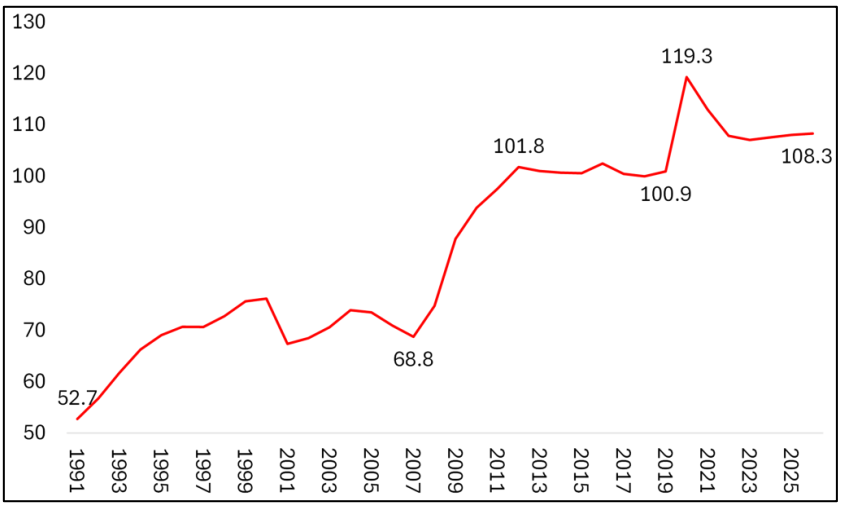
**Imagem 2.** Gastos com seguridade social como proporção do PIB, por categoria: Grã-Bretanha.




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.

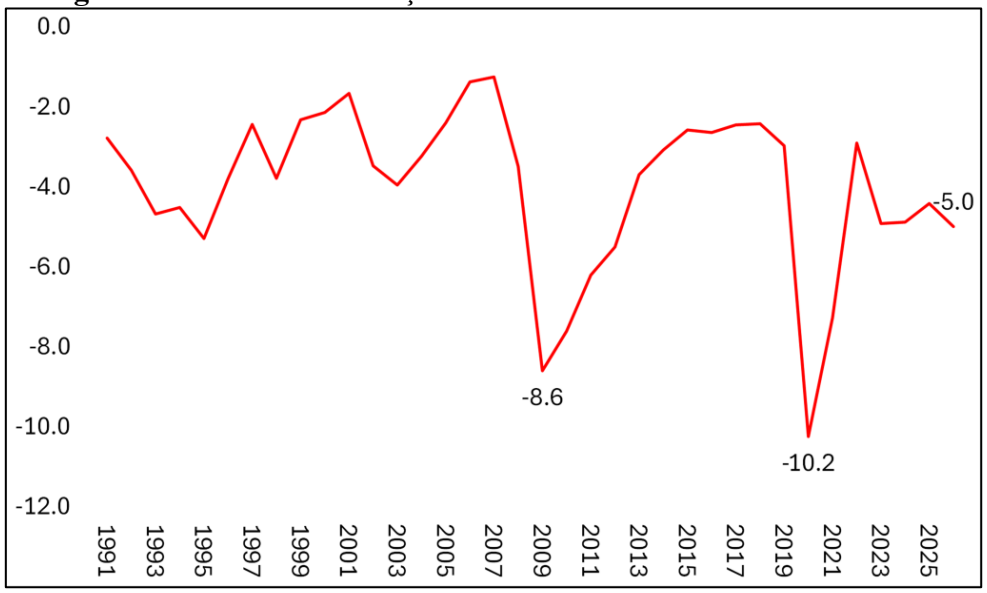
**Imagem 3.** OCDE: média da dívida pública em relação ao PIB (%).




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.

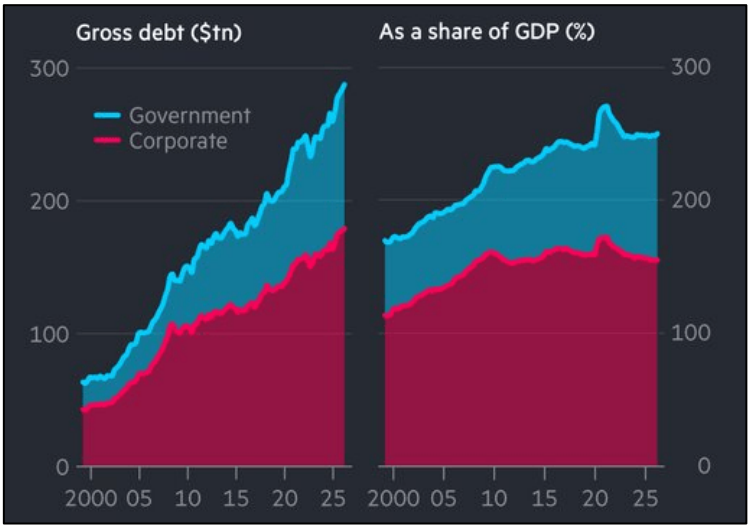
O argumento de Haldane contra o multiplicador keynesiano é diferente. O aumento dos gastos governamentais, mesmo que direcionados a investimentos públicos em vez de "bem-estar social" ou serviços públicos, na verdade deprimirá o crescimento, afirma ele. *"Em um estudo com 44 países, Ilzetzki, Mendoza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

# NOVENTA ANOS DA TEORIA GERAL: A REVOLUÇÃO DE KEYNES E SUA ATUALIDADE[1]

*Luiz Fernando de Paula*[2]

Em 1936, em meio às consequências econômicas e sociais da Grande Depressão, foi publicada a obra que transformaria profundamente a ciência econômica: *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, de John Maynard Keynes. Noventa anos depois, o livro permanece como uma das mais influentes contribuições ao pensamento econômico, oferecendo uma interpretação inovadora do funcionamento das economias capitalistas e do papel das políticas públicas na promoção do emprego e do crescimento.

A elaboração da *Teoria Geral* ocorreu em um contexto marcado pela crise de 1929 e pela incapacidade das economias capitalistas de retornar espontaneamente ao pleno emprego. Keynes acompanhou de perto esse cenário e apoiou as iniciativas do New Deal nos Estados Unidos. Em dezembro de 1933, escreveu uma carta ao presidente Franklin D. Roosevelt defendendo um amplo programa de geração de empregos financiado por dívida pública. No ano seguinte, visitou os Estados Unidos para discutir os desafios da recuperação econômica com o próprio Roosevelt.

A obra representou o ponto culminante de uma trajetória de mudança intelectual iniciada com o *Treatise on Money* (1930). Nesse livro, Keynes já havia avançado além da Teoria Quantitativa da Moeda ao reconhecer que a moeda não era apenas um meio de troca, podendo também ser objeto de especulação. Contudo, ainda atribuía a inflação e ao desemprego principalmente a desequilíbrios monetários. As críticas recebidas tiveram papel importante na evolução de seu pensamento. Friedrich Hayek, da London School of Economics, numa avaliação crítica do referido livro, argumentou que Keynes negligenciava a estrutura da produção e do capital ao concentrar sua análise nas variáveis monetárias. Em paralelo, Piero Sraffa publicou uma crítica devastadora ao livro *Prices and Production* de Hayek, questionando a ideia de uma única taxa natural de juros. Esses debates ajudaram a abrir caminho para a formulação de uma nova teoria.

Outro elemento decisivo foi o chamado Círculo de Cambridge, formado por jovens

[1] Artigo publicado originalmente no site *A Terra é Redonda* em 21 de agosto de 2026.

[2] Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ). Diretor institucional do Centro de Finanças Sustentáveis (CeFiS) e bolsista do CNPq. É também coordenador do Grupo de Estudos de Economia e Política (GEEP/IESP-UERJ) e pesquisador associado do Observatório do Sistema Financeiro (OSF) e do Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (FINDE).

economistas como Richard Kahn, Joan Robinson, Piero Sraffa e James Meade. Nesse ambiente intelectual, Keynes desenvolveu gradualmente o conceito de princípio da demanda efetiva e abandonou a ideia de que a economia possuía mecanismos automáticos capazes de assegurar o pleno emprego. A economia passou a ser concebida como uma economia monetária de produção, na qual a moeda afeta diretamente as motivações e decisões dos agentes econômicos, com impacto nas decisões de produção e de acumulação.

A grande inovação da *Teoria Geral* foi metodológica. Keynes rompeu com a tradição que buscava explicar o funcionamento da economia a partir do comportamento individual dos agentes e concentrou sua análise em variáveis agregadas, inaugurando a macroeconomia moderna. O todo, argumentava, não pode ser reduzido à simples soma das partes. Dessa forma, comportamentos que parecem racionais individualmente podem produzir resultados coletivos indesejáveis. O chamado paradoxo da parcimônia ilustra essa ideia: quando todos tentam poupar mais simultaneamente, a renda e o emprego podem cair, reduzindo a própria capacidade de poupança da sociedade.

A obra também representou uma crítica frontal aos pilares da teoria clássica. Keynes rejeitou a Lei de Say, segundo a qual toda oferta gera sua própria demanda, e contestou a visão de que a flexibilidade salarial seria suficiente para restaurar o pleno emprego. Para ele, o nível de produção e emprego é determinado pela demanda efetiva. Em consequência, o desemprego involuntário não decorre de rigidezes salariais, mas da insuficiência da demanda agregada em uma economia na qual os agentes podem reter moeda.

Nesse contexto, o investimento ocupa posição central. Trata-se da variável mais volátil da demanda agregada e da principal força motriz da dinâmica econômica. As decisões de investimento dependem das expectativas empresariais sobre o futuro, formadas em condições de incerteza radical. Como o futuro é fundamentalmente desconhecido, os empresários são influenciados por convenções, confiança e pelos chamados *animal spirits*, expressão utilizada por Keynes para descrever os impulsos psicológicos que afetam a tomada de decisões empresariais.

A teoria da preferência pela liquidez constitui outro elemento fundamental da revolução keynesiana. Em um mundo marcado pela incerteza, a moeda desempenha um papel especial por ser o ativo de maior liquidez. No capítulo 17 da *Teoria Geral*, Keynes

desenvolve uma análise sofisticada da competição entre a moeda e outros ativos na composição dos portfólios. A taxa de juros deixa de ser explicada pelo equilíbrio entre poupança e investimento e passa a ser entendida como resultado das condições de oferta e demanda no mercado monetário. Nesse contexto, a política monetária deve buscar estimular a migração da liquidez dos agentes para ativos de longo prazo, favorecendo o investimento produtivo.

Por fim, Keynes atribuiu um papel central ao Estado na sustentação da demanda efetiva. No capítulo 24 da *Teoria Geral*, defendeu uma maior responsabilidade pública na organização do investimento. Nos anos seguintes, aprofundou essa visão ao distinguir entre orçamento corrente e orçamento de capital, enfatizando a importância do investimento público permanente. Mais do que uma política anticíclica, o investimento estatal deveria atuar como instrumento estrutural de promoção do crescimento, complementando e estimulando o investimento privado.

A relevância dessa contribuição foi sintetizada por Hyman Minsky, para quem "Keynes nos fornece os ombros de um gigante sobre os quais podemos nos apoiar para enxergar com clareza e profundidade a natureza essencial das economias capitalistas avançadas". Noventa anos após sua publicação, a *Teoria Geral* continua sendo uma referência indispensável para compreender a instabilidade, as crises e os desafios do desenvolvimento das economias contemporâneas.

# JOHN MAYNARD KEYNES, UM LIBERAL[1]

*Fernando Nogueira da Costa*[2]

*O economista pregava não a agitação política ou as experiências prematuras, mas sim o pensamento sensato e reformista*

John Maynard Keynes, no último tópico do ensaio "O Fim do *Laissez-Faire*" (1926), defende ser necessário algum ato coordenado de julgamento inteligente quanto à escala na qual é desejável a comunidade como um todo poupar, à escala na qual essas poupanças devem ir para o exterior, sob a forma de Investimento Direto Estrangeiro [IDE], se a atual organização do mercado de capitais distribui as poupanças pelos canais mais produtivos em nível nacional. Estas questões não deviam ser deixadas inteiramente ao acaso do julgamento privado e dos lucros privados, como acontecia.

Ele ousava até em defender, em 1926, uma política demográfica. "Já chegou o momento no qual cada país precisa de uma política nacional ponderada sobre qual o tamanho da população, seja maior ou menor diante da atual, seja igual, ser o mais conveniente". Apenas em 1960 a primeira pílula anticoncepcional chegaria à venda.

Suas reflexões foram dirigidas para possíveis melhorias na técnica do capitalismo moderno através de agência da ação coletiva. Não havia nada nelas seriamente incompatível com a característica essencial do capitalismo. Para ele, esta era "a dependência de um intenso apelo aos instintos de ganhar dinheiro e de amar o dinheiro dos indivíduos atuante como a principal força motriz da máquina econômica".

Esperava as disputas mais ferozes e as divisões de opinião mais profundas a serem travadas nos anos seguintes, não se dariam em torno de questões técnicas, onde os argumentos de ambos os lados eram principalmente econômicos, mas em torno daquelas possíveis de ser chamadas de questões psicológicas ou, talvez, morais.

Na época, o fascismo e o nazismo estavam ainda chocando seus "ovos da serpente". Hoje, o neofascismo ressurgiu, botado em campanhas eleitorais, nas quais não se discute mais programas econômicos, mas sim pautas morais ou religiosas.

Três anos antes da Crise de 1929, havia uma reação latente, algo generalizada, contra basear a sociedade, como era feito, na promoção, encorajamento e proteção das

[1] Artigo publicado originalmente no site *A Terra é Redonda* em 26 de setembro de 2023.
[2] Professor Titular do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP). Autor, entre outros livros, de *Brasil dos bancos* (EdUSP).

motivações monetárias dos indivíduos. A preferência era por organizar os assuntos de modo a apelar ao motivo monetário o menos possível, em vez de tanto quanto possível.

A maioria das religiões e das filosofias depreciava, ou mesmo desconjurava, um modo de vida influenciado principalmente por considerações de lucro monetário pessoal. Ao contrário, a maioria das pessoas rejeitava essas noções ascéticas e não duvidava das reais vantagens da riqueza.

Atualmente, a teologia da prosperidade exalta os privilégios possíveis de a riqueza e o dinheiro trazer, apresentando-os como "retribuição de Deus" aos fiéis evangélicos seguidores de sua doutrina, substituindo a fé e a devoção divina por prósperos empreendimentos. Trata-se da comercialização da fé cristã a partir da deturpação dos ensinamentos bíblicos. Atua na política congressual via "bancada da Bíblia".

Muitas pessoas militantes, realmente opositoras do capitalismo como modo de vida, argumentavam como se o estivessem a opor com base na sua ineficiência em atingir os seus próprios objetivos. Por sua vez, os devotos do capitalismo costumavam ser indevidamente conservadores e rejeitavam quaisquer reformas na sua lógica mercantil.

Ao contrário, essas reformas, segundo John Maynard Keynes, poderiam realmente fortalecê-lo e preservá-lo. No entanto, até hoje, os conservadores têm medo delas revelar-se como os primeiros passos para se afastar do próprio capitalismo.

John Maynard Keynes pensava que "o capitalismo, caso gerido com sabedoria, pode provavelmente tornar-se mais eficiente para atingir fins econômicos diante de qualquer sistema alternativo ainda à vista, mas em si é, em muitos aspectos, extremamente questionável. Nosso problema é elaborar uma organização social tão eficiente quanto possível, sem ofender nossas noções de um modo de vida satisfatório".

Pregava não a agitação política ou as experiências prematuras, mas sim o pensamento sensato e reformista – não revolucionário. No campo da ação, os reformadores não seriam bem-sucedidos até conseguirem perseguir firmemente um objetivo claro e definido, com o seu intelecto e os seus sentimentos em sintonia.

John Maynard Keynes disse em 1926: "atualmente, não há nenhum partido no mundo o qual me pareça perseguir objetivos corretos através de métodos corretos. (…) Precisamos de um novo conjunto de convicções".

Curiosamente, em uma palestra na *Liberal Summer School*, no ano anterior ao do ensaio "*O Fim do Laissez-Faire*", depois publicada como dois artigos reproduzidos

em *Essays in Persuasion*, discute se deveria aderir ao Partido Conservador, Liberal ou Trabalhista.

Dizia não ser um conservador – "eles não me oferecem nem comida nem bebida – nem alimento intelectual… nem espiritual". Por sua vez, o Partido Trabalhista ele repele por ser um partido de classe, "e essa classe não é a minha classe. Posso ser influenciado por proposta a qual me pareça ser justa e com bom senso, mas a luta de classes irá encontrar-me ao lado da burguesia educada". Isso lhe deixava o Partido Liberal "como o melhor instrumento do progresso futuro – se ao menos tiver uma liderança forte e o programa certo".

Como bissexual assumido, não tinha dúvidas de as questões sexuais estarem prestes a entrar na arena política. Os primórdios representados pelo movimento sufragista das mulheres foram apenas sintomas de questões mais profundas e importantes abaixo da superfície. "O controle da natalidade e o uso de contraceptivos, as leis do casamento, o tratamento de crimes e anomalias sexuais, a posição econômica das mulheres, a posição econômica da família – em todas estas questões o estado atual da lei e da ortodoxia ainda é medieval e fora de contato com a opinião civilizada e a prática civilizada e com a qual os indivíduos, instruídos e não instruídos, dizem uns aos outros em particular".

A mudança de opinião sobre estas questões não afetaria apenas uma pequena classe instruída. As mulheres trabalhadoras não ficariam chocadas com as ideias do controle da natalidade ou da lei para o divórcio. Para elas, seria a emancipação da mais intolerável das tiranias: o matrimônio e a gravidez indesejada. Um partido ao discutir estas coisas, aberta e sabiamente, nas suas reuniões, descobriria um interesse novo e vivo no eleitorado – porque a política estaria a lidar com assuntos capazes de afetar profundamente a própria vida de todos.

Estas questões também estavam interligadas com questões econômicas, as maiores de todas as questões políticas, sobre as quais John Maynard Keynes se sentia mais qualificado para falar. Até então, o mundo tinha vivenciado três ordens econômicas, na terceira das quais estava entrando.

A situação econômica normal do mundo, até o século XVI, definia-se como a era da escassez, seja devido à ineficiência ou à violência, à guerra, aos costumes, à superstição. Em tal período, existia o mínimo de liberdade individual e o máximo de controle feudal ou governamental através da coerção física.

Durante os séculos XVII e XVIII, lutou-se para sair da escravidão da escassez e entrar na sociedade com o ar livre da abundância, culminando no século XIX, gloriosamente, nas vitórias de *laissez-faire* e liberalismo clássico. Nesta relativa era da abundância, existia o máximo de liberdade individual, o mínimo de controle coercivo através do governo – e a negociação individual tinha tomado o lugar do racionamento.

Mas, em 1925, entrava-se em uma terceira era chamada de era da estabilização. Verdadeiramente, segundo Keynes, caracterizava-se como "a alternativa real ao comunismo de Marx".

Neste período, disse o economista institucionalista Commons, "há uma diminuição da liberdade individual, imposta em parte por sanções governamentais, mas principalmente por sanções econômicas através de ação concertada, seja secreta, semiaberta, aberta ou arbitral, de associações, corporações, sindicatos, e outros movimentos coletivos de fabricantes, comerciantes, trabalhadores, agricultores e banqueiros'. Os abusos desta época, nas esferas do governo, são o fascismo, por um lado, e o bolchevismo, por outro."

O socialismo, segundo John Maynard Keynes, "também nasce dos pressupostos da era da abundância, tanto quanto o *laissez-faire*, o individualismo e o livre jogo das forças econômicas, perante as quais todos ainda se curvam lamentavelmente".

A transição da anarquia econômica para um regime com meta de deliberadamente controlar e dirigir as forças econômicas no interesse da justiça social e da estabilidade social, apresentará enormes dificuldades, tanto técnicas como políticas. John Maynard Keynes finaliza sua palestra aos membros do Partido Liberal sugerindo "o verdadeiro destino do novo liberalismo é procurar a sua solução", ou seja, oferecer uma alternativa ao socialismo soviético, cuja violenta revolução na Rússia tinha acontecido há apenas oito anos, em outubro de 1917.