

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

JOÃO VICENTE NOVAES CAMARGO MANNA

**AS VISÕES CONVENCIONAIS E NÃO CONVENCIONAIS DAS CRISES
FINANCEIRAS: UMA ANÁLISE COMPARATIVA**

PORTO ALEGRE

2019

JOÃO VICENTE NOVAES CAMARGO MANNA

**AS VISÕES CONVENCIONAIS E NÃO CONVENCIONAIS DAS CRISES
FINANCEIRAS: UMA ANÁLISE COMPARATIVA**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia – área de concentração: Economia do Desenvolvimento.

Orientador: Prof. Dr. Octavio Augusto Camargo Conceição

PORTO ALEGRE

2019

CIP - Catalogação na Publicação

Manna, João Vicente Novaes Camargo

As visões convencionais e não convencionais das crises financeiras: uma análise comparativa / João Vicente Novaes Camargo Manna. -- 2019.

86 f.

Orientador: Octavio Augusto Camargo Conceição.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre, BR-RS, 2019.

1. Crise financeira. 2. Teoria econômica. 3. Teoria pós-keynesiana. 4. Institucionalismo. 5. Economia neo-schumpeteriana. I. Conceição, Octavio Augusto Camargo, orient. II. Título.

JOÃO VICENTE NOVAES CAMARGO MANNA

**AS VISÕES CONVENCIONAIS E NÃO CONVENCIONAIS DAS CRISES
FINANCEIRAS: UMA ANÁLISE COMPARATIVA**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia – área de concentração: Economia do Desenvolvimento.

Aprovada em: Porto Alegre, 20 de maio de 2019.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Octavio Augusto Camargo Conceição – Orientador
UFRGS

Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho
UFRGS

Prof. Ricardo Dathein
UFRGS

Profa. Dra. Eliane Cristina de Araújo Sbardellati
UEM

À minha avó, Maria Luiza, in memoriam

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer ao meu orientador, Octavio Augusto Camargo Conceição, pela atenção dedicada desde à primeira conversa a respeito da minha orientação de mestrado e por todo o conhecimento transmitido. Aos professores Fernando Ferrari Filho e Ricardo Dathein, pelas sugestões para esta dissertação, e a todos os professores do PPGE/UFRGS pela contribuição para a minha formação.

À minha família, pelo apoio incondicional desde antes do início desta jornada.

A todos os amigos, companheiros fundamentais ao longo desse mestrado. Tanto os de longa data quanto os grandes amigos proporcionados pelo período de estudos em Porto Alegre, em especial aos amigos do PPGE/UFRGS.

Por fim, gostaria de agradecer à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) pelo apoio financeiro recebido durante o mestrado e à Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) e seu corpo de funcionários por toda a estrutura e serviços de qualidade fornecidos ao longo do curso.

RESUMO

O presente trabalho busca realizar uma comparação teórica a fim de verificar se é possível estabelecer um referencial teórico como o mais adequado para a análise das crises financeiras. Para tal, são exploradas as interpretações das visões econômicas convencional e não convencional. Assim, são expostas, pelo lado da visão econômica convencional, fundamentalmente as contribuições de Taylor, Greenspan e Krugman. Pelo lado da visão não convencional, utiliza-se dos desenvolvimentos teóricos das correntes pós-keynesiana, institucionalista e neo-schumpeteriana. Inicialmente, faz-se uma contextualização histórica do fenômeno das crises financeiras, apresentando a crise de 1929 e a crise de 2007-2008, comparando suas semelhanças e, principalmente, ressaltando as diferenças nas políticas econômicas adotadas em resposta a cada uma delas. Após isso, parte-se para a exploração das distintas interpretações teóricas para o processo de instabilidade financeira. Por fim, o trabalho as compara e apresenta como as abordagens teóricas de cunho heterodoxo se mostram mais consistentes na análise do fenômeno das crises financeiras, sobretudo a abordagem pós-keynesiana – a qual apresenta uma análise consistente e mais completa deste fenômeno, com seu estudo que contempla detalhadamente o lado monetário da economia.

Palavras-chave: Crise financeira. Teoria econômica. Teoria pós-keynesiana. Institucionalismo. Economia neo-schumpeteriana.

ABSTRACT

The present work seeks to make a theoretical comparison in order to verify if it is possible to establish a theoretical reference as the most appropriate for the analysis of financial crises. For this, the interpretations of conventional and non-conventional economic visions are explored. Thus, the contributions of Taylor, Greenspan and Krugman are exposed on the side of the conventional economic vision. On the side of unconventional vision, the theoretical developments of post-Keynesian, institutionalist and neo-Schumpeterian strands are used. Initially, a historical contextualization of the phenomenon of financial crises is presented, presenting the crisis of 1929 and the crisis of 2007-2008, comparing their similarities and mainly, highlighting the differences in the economic policies adopted in response to each one of them. After this, it is explored the different theoretical interpretations for the process of financial instability. Finally, the work compares them and presents how the heterodox theoretical approaches are more consistent in the analysis of the phenomenon of financial crises, especially the post-Keynesian approach – which presents a consistent and more complete analysis of this phenomenon, with its study that looks in detail at the monetary side of the economy.

Keywords: Financial crisis. Economic theory. Post Keynesian theory. Institutionalism. Neo-Schumpeterian economics.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
2	AS CRISES FINANCEIRAS: UMA CONTEXTUALIZAÇÃO HISTÓRICA	12
2.1	A CRISE DE 1929	13
2.2	A CRISE DE 2007-2008	18
2.3	CONCLUSÃO	26
3	AS VISÕES CONVENCIONAIS E NÃO CONVENCIONAIS DAS CRISES FINANCEIRAS	28
3.1	AS VISÕES CONVENCIONAIS	29
3.1.1	A Interpretação de Taylor.....	32
3.1.2	A Interpretação de Greenspan.....	34
3.1.3	A Interpretação de Krugman: O problema de risco moral	35
3.2	AS VISÕES NÃO CONVENCIONAIS	37
3.2.1	A Abordagem Pós-Keynesiana.....	38
3.2.2	O Teor Institucionalista na Abordagem Pós-Keynesiana	45
3.2.3	A Abordagem Neo-Schumpeteriana.....	53
3.3	CONCLUSÃO	59
4	A TEORIA MINSKYANA	61
4.1	A HIPÓTESE DA FRAGILIDADE FINANCEIRA	61
4.2	CONCLUSÃO	71
5	CONCLUSÃO.....	74
	REFERÊNCIAS	83

1 INTRODUÇÃO

No contexto econômico atual, sobretudo influenciados pela crise de 2007-2008, diversos debates e trabalhos passaram a considerar fortemente ou discutir especificamente o papel do mercado financeiro nas economias. Em um ambiente econômico globalizado e altamente financeirizado, estudar o comportamento financeiro da economia torna-se fundamental, uma vez que este é um mercado capaz de suscitar graves crises econômicas em episódios de caos financeiro. Uma vez que a instabilidade financeira tem grande influência sobre as condições do ambiente econômico, analisar esse processo especificamente é de grande relevância, fazendo com que diversas discussões econômicas abordem o tema, buscando compreender melhor como tal processo se desenvolve.

Entretanto, ao buscar explicações para o fenômeno das crises financeiras, diferentes linhas de pensamento econômico exploram o tema, ganhando esse fenômeno diferentes abordagens. Cada abordagem possui características próprias e distintas, desde os pressupostos assumidos em sua formulação teórica até à maneira como se desenvolve a explicação do fenômeno das crises financeiras em si. Como vários temas do debate econômico, não há um consenso sobre as causas, consequências e maneiras de lidar com o processo de instabilidade financeira. Sendo estudado por diferentes vertentes teóricas, o fenômeno das crises financeiras possui diferentes interpretações, apoiadas em arcabouços teóricos distintos.

Baseado nisso, o presente trabalho busca fazer uma comparação entre as diferentes interpretações das crises financeiras. Essas interpretações podem ser divididas em duas visões, as quais serão analisadas no presente trabalho: as visões convencionais e as não convencionais. No que tange às visões convencionais, serão apresentadas as principais interpretações elaboradas por autores do *mainstream* econômico atual, que possuem em comum uma forte influência da tradição neoclássica. A respeito das visões não convencionais, se analisará como três abordagens econômicas heterodoxas se relacionam com o tema da instabilidade financeira – as correntes pós-keynesiana, institucionalista e neo-schumpeteriana.

Devido à pluralidade de pensamentos a respeito do tema da instabilidade financeira, é importante fazer uma comparação entre estes, buscando analisar em que

pontos compartilham características comuns, mas principalmente, em que pontos apresentam divergências. As divergências teóricas são o que distinguem a interpretação de cada corrente de pensamento na explicação de qualquer fenômeno econômico. Dadas essas diferenças entre cada vertente teórica, é relevante o exercício de realizar-se um estudo a fim de estabelecer se alguma abordagem teórica apresenta uma interpretação mais adequada para as crises financeiras, explicando com maior consistência como se desenvolve o processo de instabilidade financeira na economia.

Desta maneira, o objetivo do presente trabalho é desenvolver uma comparação entre as interpretações das visões convencionais (*mainstream*) e das visões não convencionais (heterodoxas) para o contexto de instabilidade financeira, buscando verificar se alguma delas fornece um instrumental teórico mais adequado para explicar tal fenômeno. Antes dessa exploração teórica, entretanto, será feita uma exposição de dois grandes episódios de crises financeiras (que podem ser consideradas as duas maiores crises do sistema financeiro até hoje): a crise de 1929 e a crise de 2007-2008. Estes dois eventos econômicos são apresentados com o objetivo de contextualizar historicamente o fenômeno das crises financeiras.

Este trabalho de cunho de teórico e qualitativo se divide em mais quatro capítulos, além deste capítulo introdutório. O capítulo 2 é destinado à referida contextualização histórica das crises financeiras. Primeiramente, é feita uma exposição a respeito da crise de 1929 e, posteriormente, sobre a crise de 2007-2008 (ambas originadas nos Estados Unidos). O capítulo retrata suas causas, o contexto econômico de cada época – abordando aspectos como: estrutura do sistema bancário e financeiro norte americano e organização do Sistema Monetário Internacional (SMI) – e a reação do governo norte-americano a esses episódios de colapso do sistema financeiro (políticas econômicas adotadas após as crises, como a política monetária e a política fiscal). Após apresentar essas duas crises, conclui-se o capítulo apontando as características comuns entre esses dois eventos e as especificidades de cada um deles.

No capítulo 3, aborda-se as crises financeiras pelo lado da visão econômica convencional e pelo lado da visão econômica não convencional. Em cada visão são expostas três abordagens desse fenômeno. Pelo lado do *mainstream* econômico, primeiramente, é utilizada a abordagem teórica do risco moral (*moral hazard*)

desenvolvida por Krugman, ligada a assimetria informacional do ambiente econômico que gera uma consequente tomada de riscos em excesso por parte dos agentes econômicos – esta é a única das três interpretações do *mainstream* econômico já existente antes da crise de 2007-2008.

Outra abordagem da visão convencional presente no capítulo 3 é a elaborada por Taylor. O autor desenvolve sua contribuição teorizando a respeito da crise de 2007-2008 e sua interpretação para tal crise é de que esta foi causada por erros de política monetária. Nessa interpretação, a crise de 2007-2008 é resultado, principalmente, dos níveis de taxa de juros estabelecidos pelo *Federal Reserve Bank (Fed)* nos anos anteriores à crise, que foram abaixo dos valores que determina a Regra de Taylor. Como última abordagem da visão convencional, tem-se a contribuição de Greenspan, também desenvolvida sobre a crise de 2007-2008 e que se baseia na ideia de esta ter surgido em função de um “descolamento” entre a taxa de juros básica estabelecida pelo *Fed* e a taxa de financiamento imobiliário dos EUA. De acordo com Greenspan, a bolha imobiliária que surge no mercado norte-americano é fruto de um excesso de liquidez no mercado internacional – ocorrido em função de um forte crescimento econômico registrado na China e outros países emergentes no período anterior à crise.

A respeito da visão econômica não convencional das crises financeiras, o capítulo 3 também apresenta três interpretações: a pós-keynesiana, a institucionalista e a neo-schumpeteriana. A parte dedicada à abordagem pós-keynesiana nesse capítulo contempla a análise pós-keynesiana da instabilidade financeira em um panorama mais geral – uma vez que à contribuição de Minsky, principal autor dessa vertente teórica no tema, é dedicado o capítulo subsequente –, ressaltando principalmente os pressupostos teóricos sobre os quais se estabelece essa corrente teórica. Depois, explora-se a relação entre a corrente institucionalista e o estudo da instabilidade financeira, o que foi possível por meio da análise do teor institucionalista contido na abordagem pós-keynesiana (uma vez que o pensamento institucionalista não desenvolve um trabalho específico para a explicação das crises financeiras).

Finalizando o capítulo 3, traz-se a abordagem neo-schumpeteriana, explorando os desenvolvimentos teóricos de Perez a respeito do surgimento de bolhas financeiras nos ciclos de revolução tecnológica. O capítulo 4 é dedicado especificamente à uma explanação da abordagem do processo de instabilidade financeira feito pela teoria

minskyana. Nesse capítulo, é apresentada a hipótese da fragilidade financeira, explicando como Minsky elabora sua teoria sobre a instabilidade sistêmica das economias capitalistas – teoria esta que se baseia na dinâmica de financiamento presente nas economias capitalistas, afetada pelas distintas posições financeiras que os agentes econômicos podem assumir, com diferentes margens de segurança. Por fim, no capítulo 5, é feita uma conclusão do presente trabalho, encerrando a comparação entre as diferentes interpretações das crises financeiras proposta.

2 AS CRISES FINANCEIRAS: UMA CONTEXTUALIZAÇÃO HISTÓRICA

O presente capítulo tem como objetivo fazer uma apresentação histórica a respeito das crises financeiras. Para tal serão apresentados dois marcantes episódios de crise do sistema financeiro: a crise de 1929 e a crise de 2007-2008 (ou crise do *subprime*). Optou-se pela apresentação desses dois episódios históricos especificamente, por conta da crise de 1929 e da crise do *subprime* poderem ser considerados os dois maiores colapsos ocorridos no sistema financeiro até o presente momento. Assim, este trabalho se inicia dando esse panorama histórico das crises financeiras, para que depois possa-se adentrar nas diferentes interpretações deste fenômeno, apresentando como se dão os diferentes desenvolvimentos teóricos que o abordam.

Seguindo a cronologia dos episódios de caos financeiro, este capítulo se inicia apresentando a crise de 1929 e depois aborda a crise de 2007-2008. A primeira seção começa a explicar como se desenvolve a crise de 1929 a partir do ambiente econômico internacional que se estabeleceu na época, muito afetado por consequências da Primeira Guerra Mundial e em um momento onde observava-se uma grande influência do liberalismo econômico. Depois, adentra-se na forma de organização do sistema financeiro norte-americano na época e como o funcionamento deste propiciou a irrupção e aprofundamento da crise, levando a uma recessão econômica prolongada, ou seja, fazendo com que os EUA chegassem a um quadro de depressão econômica.

Após apresentar-se a crise de 1929, segue-se uma seção dentro deste capítulo destinada a abordar como se desenvolveu a crise de 2007-2008. Nesta seção, explica-se como se deu a conexão entre o mercado imobiliário e o mercado de capitais dos EUA, com o aumento da instabilidade financeira provocado pela multiplicação das hipotecas *subprime* e pelas operações financeiras desenvolvidas ligadas a estas. Depois apresenta-se também como o governo norte-americano reagiu à crise do *subprime* e qual o impacto das ações tomadas pelo governo sobre a crise e os efeitos desta.

Por fim, tem-se uma seção de conclusão, onde a crise de 1929 e a crise do *subprime* são comparadas brevemente. Faz-se uma comparação entre as duas crises, ressaltando suas principais semelhanças e diferenças. Essa comparação é baseada

principalmente na forma de organização do sistema financeiro (tanto no âmbito interno dos EUA quanto no âmbito internacional) e do sistema bancário norte-americano, nas variações econômicas ocorridas no momento em que se iniciam as crises e na reação do governo norte-americano a cada uma dessas crises (a partir das políticas econômicas conduzidas em cada uma delas).

2.1 A CRISE DE 1929

Para apresentar a crise de 1929 é importante abordar um pouco do contexto histórico da economia internacional nos anos que a antecedem. De acordo com Ferrari Filho e Silva (2012), um fator relevante para a crise da economia mundial na década de 1930 foi a falta de um *market maker* internacional que regulasse a liquidez global, a partir do fim da Primeira Guerra Mundial. A relevância desse fator se dá em função da falta de regulação da liquidez internacional aumentar a instabilidade dos mercados cambiais e financeiros. Na segunda metade da década de 1920, acreditava-se que o restabelecimento de taxas de câmbio fixas – em um momento em que se desenvolvia um padrão câmbio-ouro, distinto do padrão-ouro do período anterior à Primeira Guerra¹, mas ainda com um atrelamento das taxas de câmbio ao ouro – e a livre mobilidade de capitais eram fundamentais para a restauração da estabilidade econômica mundial, em função do ambiente de grande instabilidade econômica das principais potências mundiais a partir do fim da Primeira Guerra.

Assim, a reestruturação do Sistema Monetário Internacional (SMI) se pautou nos princípios do liberalismo econômico, estabelecendo-se novos arranjos monetários nacionais sem uma preocupação em relação à falta de coordenação internacional e à inexistência de uma liderança hegemônica para o SMI. Esse quadro se forma em um momento em que o Reino Unido perde sua hegemonia industrial e comercial no contexto internacional e a posição privilegiada da libra esterlina com a ascensão econômica dos EUA. Isso se mostra um fator chave para a instabilidade dos anos 1920 e para a magnitude da crise de 1929, que se dão em um período sem um país com capacidade de assumir uma condição de hegemonia no SMI, estabelecendo-se como prestador de última instância (*lender of last resort*) – uma vez que os EUA evitaram assumir essa posição por conta da sua política nacional no período e o Reino

¹ Para mais a respeito do padrão câmbio-ouro, ver Ferrari Filho e Silva (2012).

Unido não tinha condições de assumir tal posto ao sair enfraquecido da Primeira Guerra.

Depois da Primeira Guerra Mundial os EUA se tornam o maior credor do mundo – com suas reservas de ouro em percentual do total das reservas internacionais saltando de 26,6% em 1913 para 45,7% em 1924. No âmbito da produção, os EUA passam de um terço da produção industrial mundial no ano de 1913 para 45% em 1929 – para comparação, a soma da participação de Alemanha, França e Reino Unido na produção industrial mundial em 1929 era um pouco abaixo de 28%. Com isso, pode-se perceber a existência de uma fragilidade sistêmica da economia mundial no período que sucede a Primeira Guerra, a qual acaba por se agravar com a crise de 1929.

Além desse contexto internacional descrito, Galbraith (1972) destaca cinco aspectos da economia americana como fundamentais para a ocorrência da crise de 1929:

- a) **Concentração de renda.** Estima-se que os 5% mais ricos da população dos EUA detinham um terço da renda do país (os valores recebidos em forma de juros, aluguéis e dividendos era duas vezes maior que no período subsequente à Segunda Guerra Mundial), indicando um alto volume de renda empregado em bens de investimento e bens de luxo; sendo o consumo desses dois tipos de bens mais suscetíveis às variações do mercado de ações em comparação a bens de consumo mais básicos;
- b) **Estrutura empresarial precária.** As atividades de grande parte de empresas de utilidade pública, ferroviárias e de entretenimento eram altamente dependentes de empréstimos os quais variavam em disponibilidade de acordo com os dividendos gerados por essas empresas. Com isso, no caso de uma retração no nível de atividades dessas empresas, estas diminuía seus investimentos (visando arcar primeiramente com os dividendos), essa diminuição do investimento restringia os lucros, prejudicando a estrutura das empresas, o que provocava uma nova retração no nível de atividade das empresas; gerando um ciclo vicioso no caso de retrações econômicas. O que mostra como perturbações econômicas eram facilmente transmitidas por todo o sistema de empresas;

- c) **Sistema bancário precário.** O sistema bancário era composto por um grande número de bancos independentes e altamente interligados (por haver parte dos ativos de um banco em posse de outros). Isso propiciava uma fraqueza à estrutura bancária dos EUA, onde a falência de um banco tinha graves consequências para todo o sistema bancário. Por congelar parte do ativo de outros bancos, desencadeava-se uma corrida bancária dos depositantes a estes outros bancos (visando reaver seus recursos), fazendo com que a falência de um banco pudesse desencadear a falência de vários outros em um efeito em cadeia;
- d) **Desequilíbrios no balanço de pagamentos.** Vários países possuíam dívidas de financiamento externo com os EUA e, de maneira a suprir esses desequilíbrios em seus balanços de pagamentos, diminuíram suas importações. Isso tinha um impacto (apesar de pequeno em comparação ao total) na produção da economia americana, atingindo principalmente os agricultores;
- e) **Equívocos na política econômica.** Em um governo que prezava pelo equilíbrio orçamentário e não aceitava a desvalorização do dólar, não se utilizou de política fiscal e adotou-se uma política monetária limitada para combater os efeitos negativos da depressão econômica que se seguiu a partir da crise de 1929. No caso da política monetária, até permitia-se uma limitada redução das taxas de juros, propiciando um aumento na disponibilidade de crédito até onde este aumento tivesse poucos impactos inflacionários e de desvalorização cambial.

Havia também mais um aspecto marcante na organização econômica dos EUA nos anos 1928 e 1929: a não proliferação (ao menos em grande quantidade) de novos bancos que atuassem como objetos e instrumentos de especulação. Entretanto, surgem Consórcios e Companhias de Investimentos, onde instituições financeiras e consórcios criavam novos consórcios, originando uma cadeia de títulos entre consórcios, dando início a um processo de alavancagem. Esse processo acabava por estabelecer uma grande separação entre a dimensão do ativo real e o montante de títulos de uma empresa (FERRARI FILHO e SILVA, 2012).

Apresentados esses aspectos da economia norte-americana, deve-se ressaltar aqui a conexão entre o mercado de crédito e o mercado de ações. A oferta de créditos

aos corretores era interligada com o preço das ações no mercado (quanto maior o nível de preço das ações, maior era a oferta de crédito e vice-versa), com os níveis de preços das ações dependendo fortemente desses empréstimos para serem mantidos. Ao longo da década de 1920 houve uma forte expansão do crédito na economia norte-americana. O montante total de empréstimos saltou de US\$ 1 bilhão no início da década para US\$ 6 bilhões ao fim de 1928, aproximadamente. No começo de outubro de 1929 (quando a especulação na economia dos EUA estava no auge), os empréstimos chegaram ao nível de US\$ 8,5 bilhões.

O volume de empréstimos disponibilizados a corretores (empréstimos sob chamada) é um indicador comumente utilizado para medir o grau de especulação no mercado de ações dos EUA nos anos que cercam a crise de 1929. Em uma conjuntura econômica que apresentava a desaceleração de alguns indicadores, o mercado de ações dos EUA sofreu uma forte baixa. Essa baixa se inicia na “quinta-feira negra” (24 de outubro de 1929), quando a Bolsa de Nova Iorque registrou a venda de oito milhões de ações; seguindo-se da “terça-feira negra”, data em que é vendido o volume de 16 milhões de ações na Bolsa de Nova Iorque. Esse intenso processo de agentes se desfazendo de suas ações gera uma enorme queda nas cotações da bolsa de valores, revertendo instantaneamente o movimento de alta que havia sido registrado nos doze meses anteriores (SILVA, 2010).

A forte queda dos preços no mercado de ações deu início a um processo de deflação de ativos e de redução no patrimônio das famílias e empresas, em uma conjuntura onde o mercado privado se encontrava altamente endividado (em função do período de expansão creditícia da década de 1920). Assim, configurou-se um quadro de dificuldades em honrar compromissos financeiros (devido a contração do crédito e redução dos gastos correntes. Essa redução dos gastos correntes gera o chamado *debt-deflation*, um processo cumulativo de queda de preços e diminuição do patrimônio.

A teoria do *debt-deflation* de Fisher (1933) – que visa explicar o processo de grandes depressões econômicas – apresenta um ciclo que reflete bem a sequência de efeitos ocorridos na economia norte-americana. Segundo o autor, em uma economia excessivamente endividada, ao iniciar-se uma tentativa em massa de liquidação de dívidas – por alarme dos devedores e/ou credores – tem início a seguinte reação em cadeia de consequências:

(a) **liquidação de dívidas** leva a *vendas aflitas* e (b) **contração dos depósitos** à medida que os empréstimos bancários são pagos, diminuindo a velocidade de circulação dos depósitos. Essa contração dos depósitos e da sua velocidade ocasionam uma (c) **queda no nível dos preços**. Assumindo que não haja interferência nessa queda do nível de preços, deve haver (d) **uma queda ainda maior nos patrimônios líquidos dos negócios**, precipitando falências de bancos e (e) **uma queda semelhante nos lucros**, que leva a preocupações que incorrem em perdas para fazer (f) **uma redução na produção, no comércio e no emprego**. Essas perdas, falências e desemprego levam a (g) **pessimismo e perda de confiança**, que por sua vez levam a (h) **acumulação e diminuição ainda maior da velocidade de circulação**. Posteriormente, essas oito mudanças causam (i) **distúrbios complicados nas taxas de juros**, em particular, uma queda na taxa nominal e um aumento na taxa real.

Dessa forma, os EUA entram em uma conjuntura econômica marcada por uma forte diminuição da oferta de crédito, com uma generalizada perda da confiança e sucessivas crises bancárias – o número de bancos norte-americanos cai drasticamente de vinte e nove mil em 1921 para doze mil em março de 1933. Além disso, registra-se uma queda do índice de preços ao consumidor entre 1929 e 1932 (queda superior a 18%) e uma forte contração do Produto Interno Bruto (PIB) entre 1929 e 1933 – queda de 30% do PIB americano (FERRARI FILHO; SILVA, 2012). Para a reversão desse quadro econômico adverso, seria necessário algum tipo de intervenção governamental, que no caso dos EUA era impossibilitado por dois motivos.

Primeiramente, como destacado por Ferrari Filho e Silva (2012), a falta de um prestador de última instância no Sistema Financeiro Internacional naquele período. Em segundo lugar, como ressaltado por Galbraith (2012), a recusa do governo norte-americano em adotar uma política fiscal expansionista (em um governo que prezava pela busca do equilíbrio orçamentário, não estando disposto a expandir seus gastos) e a recusa em adotar políticas monetárias expansionistas contundentes (devido ao fato do governo do período ser avesso a pressões inflacionárias e à desvalorização do dólar). Assim, a conjuntura de recessão econômica se prolongou por vários anos, com o governo dos EUA assumindo uma postura em relação a crise de 1929 bastante diferente da adotada após a crise de 2007-2008, como se verá a seguir.

2.2 A CRISE DE 2007-2008

Agora, será apresentado o último grande episódio de crise do sistema financeiro até o presente momento: a crise de 2007-2008 (ou crise do *subprime*). Primeiramente, como pontuado por Bresser-Pereira (2009), deve-se ter em mente que esta foi uma crise do sistema bancário, causada fundamentalmente pela arriscada política de empréstimos hipotecários nos Estados Unidos. Tal política de empréstimos permitiu empréstimos a agentes econômicos que não tinham capacidade de honrar tais compromissos financeiros ou que viriam a perder essa capacidade no caso de um aumento da taxa de juros (aumento este que ocorreu, como veremos adiante). Além disso, sabe-se que esta crise, iniciada com a concessão de arriscados empréstimos hipotecários, foi potencializada pelo surgimento de inovações financeiras de agências seguradoras. Em um sistema financeiro desregulado, essas agências securitizaram títulos podres, fazendo com que a classificação de risco desses melhorasse (“transformando-os em títulos seguros”).

Faz-se importante antes de destrinchar melhor as relações do sistema financeiro com o setor imobiliário, destacar a importância e os efeitos do setor da construção na economia real. O setor privado da construção civil se mostra um dos componentes mais importantes do investimento fixo (ao mesmo tempo que é um dos mais instáveis), sendo grande parte do investimento total de uma economia. Além disso, este setor também é importante por ter grande efeito em outros âmbitos, como no setor de obras públicas e no setor de bens de consumo duráveis (como o setor de mobiliário, por exemplo). Aqui deve-se ressaltar que a atividade construtiva tem considerável influência na renda nacional, apesar de uma baixa dependência direta da atividade construtiva em relação à renda. Essa baixa dependência ocorreria em função da durabilidade de imóveis ser muito maior que a da maioria das formas de capital. Essa maior durabilidade também justifica a longa duração dos ciclos de construção – ciclos de altas e baixas dos preços dos imóveis – (GONTIJO, 2008).

Entretanto, enquanto a construção residencial é pouco influenciada pelo nível de renda corrente, os seus ciclos apresentam grande dependência das condições de crédito habitacional. Em relação aos EUA, por exemplo, aproximadamente 97% das residências foram adquiridas através de empréstimos hipotecários, segundo o *Residential Finance Survey* de 2001. A compra de imóveis em geral e a construção

residencial nos EUA são dependentes de empréstimos substanciais, fazendo com que mudanças na disponibilidade de crédito habitacional e para a construção tenham importantes efeitos no mercado residencial, o qual por sua vez influencia o Produto Interno Bruto (PIB) potencial real.

Dessa forma, a política monetária tem forte peso sobre o ciclo da construção, uma vez que a taxa de juros exerce grande influência neste. Isso ocorre em função dos imóveis representarem bens de consumo de longa duração para os agentes econômicos que os adquirem e bens de capital para os agentes que os alugam. Apesar disso, a partir da década de 1980 alguns fatores teriam diminuído a dependência da oferta de crédito hipotecário em relação à política monetária nos EUA. O processo de liberalização financeira e o desenvolvimento da atividade de securitização de títulos hipotecários a partir de meados dos anos 80, gerou uma reestruturação do sistema financeiro habitacional do país, onde fundos hipotecários são ofertados às taxas de juros de mercado, enquanto as taxas hipotecárias são influenciadas pelas alterações nas taxas de juros de outros mercados de capitais. Assim, passou-se a ter uma tendência menor de que uma política monetária contracionista gerasse uma diminuição na oferta de crédito hipotecário.

Um fator fundamental na apresentação histórica da crise de 2007-2008 é o desenvolvimento de uma inovação financeira: a securitização de hipotecas; denominadas *residential mortgage-backed securities* (RMBS) ou *mortgage-backed securities* (MBS). A primeira operação pura de securitização utilizando crédito hipotecário foi realizada em 1985 pelo *Bank of Boston*. Uma operação de securitização se dá quando uma instituição financeira; como um banco, a *Federal National Mortgage Association* (FNMA ou *Fannie Mae*) ou a *Government National Mortgage Association* (GNMA ou *Ginnie Mae*); cria uma segunda instituição financeira, definida como “veículo de finalidade específica” – *Specific-Purpose Vehicle* (SPV) –, a qual adquire uma parcela do portfólio da instituição originadora (nesse caso, hipotecas) e depois emite títulos lastreados nessa parte do portfólio adquirido.

Nesse caso, eram emitidos títulos lastreados em hipotecas adquiridas (MBSs). Em geral, a SPV recebe garantias de alguma instituição financeira, como a *Ginnie Mae*, a *Federal Housing Administration* (FHA) ou o banco originador da SPV, em função dos compradores dos títulos lastreados em hipotecas (muitas vezes agentes institucionais, como fundos de pensão) buscarem títulos de boa avaliação em termos

de classificação de risco (AAA ou AA). Com essas garantias, os títulos das SPVs conseguiam facilmente receber uma boa classificação de grau de investimento das agências de *rating*. Assim, seja pela importância desempenhada pelas agências ou pelo caráter público da *Ginnie Mae* e da *Federal Housing Administration*, a visão geral do mercado financeiro era de que essas agências seriam resgatadas pelo Tesouro americano caso sofressem com desequilíbrios patrimoniais. Com a o processo de securitização, os bancos retiram as hipotecas de seus balanços e acabam por contornar determinações dos Acordos de Basileia, com um descongelamento do capital bancário (que passa a poder ser empregado em outras operações financeiras). Nas palavras de Carvalho (2005, p. 14, grifo do autor):

Neste novo mercado, as instituições financeiras apenas *originam* empréstimos, *empacotam-nos* e os *revendem* a investidores, principalmente investidores institucionais como fundos de pensão ou de investimento. Securitização aqui significa transformar ativos que antes permaneciam nos balanços dos bancos em ativos que possam ser negociados com investidores.

Além disso, com essas mudanças em seus balanços patrimoniais, os bancos reduzem seus custos e transferem o risco dos empréstimos hipotecários para os investidores. Enquanto isso, as operações de securitização favoreciam os investidores por aumentar o potencial de diversificação das carteiras de investimento e possibilitarem retornos mais altos. A possibilidade de ganhos maiores para os investidores ocorre em função dos rendimentos desses ativos serem equivalentes a taxa de crédito hipotecário excluindo-se os ganhos do banco originador, os custos da classificação de risco, o prêmio do seguro e os custos de administração das MBSs (GONTIJO, 2008). Fica claro aqui que a securitização se mostra como uma inovação capaz de gerar um clima de euforia no mercado financeiro, abrindo espaço para uma nova modalidade de ganhos financeiros, atrelada aos empréstimos hipotecários.

Os negócios financeiros envolvendo títulos lastreados em hipotecas passaram a constituir parte do que foi denominado *shadow banking system*, uma espécie de sistema bancário paralelo. A partir de inovações financeiras, originou-se este sistema, que se trata de um conjunto de instituições não bancárias que atuavam como bancos, porém que não estavam sujeitas às políticas de regulação e supervisão vigentes sobre o sistema bancário. Ao contrário dos bancos, o *shadow banking system* não estava

sujeito a manter reservas compulsórias de capital e não tinha acesso a operações de redesconto, seguros de depósitos e linhas de empréstimo de última instância dos bancos centrais. Esse sistema funcionava com instituições com alto grau de alavancagem, captando recursos no curto prazo e investindo em ativos de baixa liquidez de longo prazo. Com esse modo arriscado de operar, tais instituições eram muito vulneráveis a variações de liquidez em seus negócios, seja fruto de uma maior preferência por liquidez dos agentes que investiam nestas – por diminuição da confiança dos agentes em aplicar recursos nos mercados de curto prazo ou pelo desfazimento de ativos destas instituições em troca de liquidez – ou de desequilíbrios patrimoniais – desvalorização dos ativos dessas instituições financeiras em relação aos seus passivos (CINTRA; FARHI, 2008).

Vale lembrar que as medidas de regulação e fiscalização dos bancos e os emprestadores de última instância visam diminuir a instabilidade do sistema bancário. Como na maioria das vezes, os bancos comerciais tendem a conceder empréstimos com prazos maiores que os dos depósitos os quais possui (ou de dívidas emitidas para obter recursos e propiciar financiamentos), o descasamento de prazos e a criação de depósitos faz com que o sistema bancário tenha uma alta tendência à instabilidade – estando sujeito a períodos de pessimismo ou euforia econômica e a corridas bancárias. Todo o aparato institucional de regulação e fiscalização bancária e a atuação dos emprestadores de última instância tem como função que os bancos tenham um montante de ativos que suporte os movimentos de saque. Assim, em uma interação entre o sistema bancário e o *shadow banking system*, o sistema financeiro norte-americano mostrou-se em uma dinâmica rumo à maior instabilidade nos anos pré-crise de 2007-2008, com agentes do mercado financeiro atuando de formas cada vez mais arriscadas:

[...] verificaram-se três movimentos simultâneos e complementares. Em primeiro lugar, os bancos comerciais, submetidos à regulação prudencial e ao acirramento da concorrência, aumentaram extraordinariamente o volume de crédito concedido. Para fazê-lo, tiveram de retirar parte dos ativos (e, portanto, dos riscos) de seus balanços, uma vez que o capital próprio (reservas) era insuficiente para atender as exigências dos Acordos de Basileia. Dessa forma, deixaram de atuar como fornecedores de crédito e assumiram o papel crescente de intermediadores de recursos em troca de comissões. Romperam, por conseguinte, as relações diretas, antes existentes, com os tomadores de crédito que costumavam ser monitoradas de perto, pois serviam de “indicador antecedente” de riscos de inadimplência. Em segundo lugar, os bancos passaram a administrar fundos de

investimentos, oferecer serviços de gestão de ativos por meio de seus vários departamentos, fornecer seguros financeiros (*hedge*) como *dealers* no mercado de derivativos e ofertar linhas de crédito nas emissões de *commercial paper* e outros títulos de dívida no mercado de capitais. Em terceiro lugar, uma grande variedade de instituições evoluiu no sentido de desempenhar um papel semelhante ao dos bancos comerciais sem estarem incluídas na estrutura regulatória existente e, portanto, sem disporem das requeridas reservas em capital (CINTRA; FARHI, 2008, p. 38)

A bolha financeira do mercado imobiliário dos EUA começa a se formar em função do funcionamento do *shadow banking system*, com suas inovações financeiras e o desenvolvimento da atividade de securitização, ao mesmo tempo em que o *Federal Reserve (Fed)* diminui a taxa de juros. Em 2003, a taxa de juros dos fundos federais era de 1%, o que fez com que o custo do crédito hipotecário norte-americano atingisse seu menor patamar em quarenta anos. Devido às inovações financeiras e às baixas taxas de juros houve um *boom* no mercado imobiliário, com os imóveis tendo uma elevação de preço média de 6,4% ao ano entre os anos de 2000 e 2005 – onde o aumento de preços provocado pela euforia no mercado imobiliário atinge seu ápice em 2005, quando as residências sofreram um aumento de preço de aproximadamente 14% (GONTIJO, 2008).

Nesse cenário, o volume de operações de securitização aumentou ainda mais e – crescendo o número de operações envolvendo hipotecas do tipo *subprime* – incluiu no mercado de hipotecas um número maior de agentes menos avessos ao risco. Cabe aqui fazer uma apresentação de três tipos de hipotecas dos EUA. Primeiramente, tem-se as hipotecas do tipo *prime*, nas quais os agentes tomam crédito dando uma entrada tradicional (uma parte substancial do preço total do imóvel) – no período 1987-1990, o valor médio da entrada variou entre 38% e 57% do valor total, por exemplo – e têm rendimentos comprovados. Outro tipo de hipoteca é a *near-prime*, onde os tomadores de crédito não conseguem arcar com o montante da entrada tradicional ou não são capazes de comprovar o total de seus rendimentos. Por fim, existem as hipotecas *subprime*, categoria na qual os compradores-devedores não são capazes de arcar com nenhum montante de entrada e/ou não possuem renda comprovada no momento em que realizam a aquisição de um imóvel por meio do crédito hipotecário.

Freitas e Cintra (2008) apontam que instituições financeiras do *shadow banking system* inundaram o mercado com ativos lastreados em hipotecas securitizadas, como o *CDO (Collateralized Debt Obligation)* – o qual, como ressaltado por Gontijo (2008),

era um tipo de derivativo comum das *RMBSs* e não assegurado por órgãos federais em casos de inadimplência. Com um alto volume de crédito hipotecário *subprime* houve uma grande interligação entre o mercado hipotecário e o mercado acionário. Nesse mercado, por meio da mistura créditos de primeira linha com créditos *subprime* em pacotes de ativos, muitas *tranches* que continham hipotecas *subprime* (as quais traziam consigo altos prêmios de risco) obtinham altas classificações de grau de investimento (classificações A ou mais elevadas). No mercado imobiliário aquecido, com baixas taxas de juros, o número de hipotecas do tipo *subprime* cresceu e, em 2005, representavam 54% de todas as hipotecas do mercado – no final de 2007, por exemplo, aproximadamente 6% do crédito hipotecário era da categoria *near-prime*, 14% da *supprime* e 79% da *prime*.

Dada a estreita conexão entre o mercado de capitais e o mercado habitacional norte-americano, era normal o *boom* no mercado habitacional estimular o mercado de capitais. Porém, ao mesmo tempo, essa estreita relação fazia com que problemas nos pagamentos das hipotecas (provocados por mudanças na política monetária, afetando as taxas de juros) refletissem em perdas no mercado de capitais – e foi o que aconteceu. É justamente com mudanças no rumo da política monetária dos EUA que a crise de 2007-2008 irrompe, mostrando a bolha imobiliária gerada em função da combinação de baixas taxas de juros e inovações financeiras, com pouca regulação e fiscalização de instituições que compunham o mercado do *shadow banking system*, abastecendo o mercado com derivativos lastreados em créditos hipotecários com alto risco de inadimplência.

De 1% em 2004, a taxa de juros estabelecida pelo *Fed* foi para 5,2% em 2006. Em uma economia dando sinais de desaquecimento e com muitos contratos de hipotecas sendo reajustados em 2006, grande parte dos tomadores de crédito hipotecário se viram incapazes de honrar seus compromissos financeiros, dando início à crise no final do mesmo ano. Os preços dos imóveis, que haviam subido consideravelmente desde 2000, começam a cair no segundo trimestre de 2006 ao mesmo tempo que as vendas, que já vinham em queda desde o terceiro trimestre de 2005. Os preços dos imóveis seguiram em queda acelerada até o ano de 2009 (SILVA, 2010).

Com uma conjuntura que reunia: um aumento no número de agentes incapazes de cumprir as obrigações financeiras de suas hipotecas, um movimento de

desvalorização imobiliária e uma queda nos preços dos ativos relacionados às hipotecas *subprime*; ficava claro o risco de crédito. Assim, houve uma percepção do mercado de modo geral de que o grande volume de créditos *subprime* ofertado se baseou em um momento de euforia econômica, com um otimismo exagerado em relação à capacidade dos tomadores de crédito hipotecário do mercado *subprime* conseguirem arcar com o pagamento deste. Essa mudança de percepção do mercado resultou em uma reavaliação dos riscos do crédito hipotecário, que fez com que a oferta de crédito diminuísse.

Com a visão do mercado de que os agentes portadores de títulos lastreados em hipotecas estavam expostos a um risco de liquidez, desenvolve-se um quadro de tensão financeira, com dificuldades de liquidez geradas por desvalorização dos ativos financeiros e perdas bancárias. Com a alta interligação entre o mercado de capitais e o mercado de crédito imobiliário, a crise se espalhou rapidamente pelos EUA. Dada a nova avaliação de riscos elaborada no mercado financeiro, as operações interbancárias cessam (quebrando a dinâmica de grande utilização de inovações financeiras desreguladas, não fiscalizadas e arriscadas que havia se desenvolvido). Os bancos começam a ter de se desfazer de títulos com baixo grau de risco para aumentar sua liquidez, uma vez que havia uma falta de demanda por títulos de alto risco no mercado. Com a venda de “bons” ativos acelerou-se o movimento de deflação de ativos e as perdas no mercado financeiro.

A tentativa de vender grandes volumes desses ativos acabou por desencadear um efeito contágio sobre os outros ativos do mercado de capitais, gerando uma crise patrimonial. A tensão financeira no ambiente econômico se agrava com a incorporação do banco *Bear Sterns* pelo *JPMorgan*, em consequência de um grande problema de falta de liquidez do *Bear Sterns*. Dada a alta interdependência entre o sistema de crédito e o sistema financeiro, com a elevação dos custos de captação de recursos e a diminuição dos empréstimos interbancários, o setor privado começou a enfrentar problemas de solvência de obrigações financeiras.

Houve um aumento da perda de confiança nos bancos com a possibilidade de insolvência e quebra destes, em consequência da contração do crédito. A diminuição da confiança no mercado financeiro se intensifica por conta da dificuldade em estimar o nível de perdas dos bancos, já que a maior parte das operações envolvendo títulos lastreados em hipotecas não constavam nos balanços patrimoniais dos bancos –

como dito anteriormente, ao negociar esses títulos com instituições do *shadow banking system*, buscando driblar a falta de reservas de capital próprio exigida pelos Acordos de Basileia para um volume maior de ativos, esses ativos saíam do balanço patrimonial dos bancos. A falência de bancos de investimento como o *Lehman Brothers* e o *Bear Sterns* e o resgate da agência seguradora *American Insurance Group (AIG)* e das agências hipotecárias *Fannie Mae* e *Freddie Mac (Federal Loan Mortgage Corporation)* causaram uma perda de confiança em larga escala nos mercados financeiros internacionais.

Nesse ponto, percebendo a configuração sistêmica da crise, o governo norte-americano entra em ação buscando conter a crise do *subprime* utilizando-se – como ressaltado por Mishkin (2011) – de políticas monetárias não convencionais. Após uma crise que teve como uma de suas causas uma conjuntura de política monetária expansionista (posteriormente revertida com aumento dos juros, provocando a irrupção da crise), o *Fed* atuou baixando a taxa de juros. Na reunião do *Fed* de setembro de 2007, a taxa de juros ficou estabelecida em 4,75%, baixando para 2% em abril de 2008 e chegando a estabelecer a meta da taxa de juros entre 0 e 0,25% para dezembro do mesmo ano. Antes mesmo que a taxa de juros chegasse ao limite (se estabelecendo em zero), o *Fed* incorreu em duas políticas monetárias não convencionais: compra de ativos e provisão de liquidez. Essas duas políticas posteriormente foram denominadas de “*quantitative easing*” e geravam uma expansão no balanço patrimonial do banco central dos EUA (MISHKIN, 2011).

A intervenção do *Fed* para conter a crise e salvar o sistema financeiro dos EUA deixa claro que as ações do governo iam de acordo com a noção de “*too big to fail*”, onde determinadas instituições financeiras têm uma importância sistêmica para o mercado financeiro devido ao fato de serem muito grandes dentro desse mercado. Porém, vale lembrar aqui também que certas instituições financeiras podem ter uma importância sistêmica no ambiente financeiro não por seu tamanho, mas por suas atividades serem altamente interconectadas ao restante do mercado financeiro. Fazendo com que – como ponderado por Mishkin (2011) – talvez a definição mais adequada a essas instituições seja “*too systemically important to fail*” em detrimento da disseminada “*too big to fail*”. Por fim, vale lembrar que o governo americano também usou de uma política fiscal expansionista para aumentar a demanda agregada e combater os efeitos recessivos da crise do *subprime*.

2.3 CONCLUSÃO

Para finalizar a apresentação do que se pode considerar os dois maiores colapsos financeiros da história até o presente momento, cabe uma breve comparação estes. Esses dois famosos episódios de crise financeira, separados por quase oitenta anos, mostram algumas semelhanças e diferenças entre si. A crise de 1929 e a crise do *subprime* compartilham importantes características quanto à estruturação do mercado financeiro. Em ambos os episódios havia uma falta de regulação e fiscalização do mercado financeiro, onde instituições financeiras podiam operar altamente alavancadas. Esses dois eventos históricos também são marcados por um período de facilidade na obtenção de crédito e euforia econômica (incentivada por um momento de prosperidade econômica e pela grande oferta de crédito), o qual incentivou os agentes do mercado financeiro a fazerem negócios cada vez mais arriscados (em função de suas expectativas extremamente otimistas quanto aos ganhos no mercado).

O período de euforia econômica se finda tanto na crise de 1929 quanto na crise de 2007-2008 por uma mudança nas condições do mercado não esperada pelos agentes, como a contração na oferta de crédito – e, no caso da crise de 1929, também uma queda generalizada no nível de preços das ações. Essa mudança altera as condições de solvência dos agentes e a confiança dos agentes no mercado, proporcionando grandes processos de deflação de ativos, devido à alteração na preferência por liquidez dos agentes (há, de forma generalizada, um aumento na preferência por liquidez). Por fim, essas duas crises históricas se assemelham ao apresentar um abalo sistêmico do mercado financeiro, com bancos e outras instituições financeiras se tornando insolventes.

Por outro lado, a diferença marcante entre a crise do *subprime* e a crise de 1929 reside nas ações do governo como reação aos episódios de crise financeira. Durante a crise de 1929, não houve grandes esforços por parte do governo norte-americano para remediar a crise e melhorar as condições de liquidez da economia. Dois aspectos foram marcantes para essa inércia governamental: (a) a falta de um emprestador de última instância (*lender of last resort*) no sistema monetário internacional e (b) o fato de ter-se um governo que não aceitava utilizar de política fiscal (por perseguir o equilíbrio orçamentário na administração da época) e de

políticas monetárias contundentes (por ser avesso à desvalorização do dólar e à inflação) para combater a crise. Com essa falta de ações efetivas do governo para combater a crise de 1929, essa se aprofunda e seus efeitos recessivos se prolongam, resultando em um período de depressão econômica (a Grande Depressão).

Enquanto isso, quando da crise do *subprime*, o governo dos EUA entra rapidamente em ação com políticas para reverter o quadro de instabilidade financeira e os problemas de liquidez. No campo da política fiscal, o governo norte-americano atua de maneira expansionista, visando aumentar a demanda agregada e diminuir os efeitos recessivos da crise do *subprime*. Na política monetária, o *Fed* atuou de maneira expansionista, diminuindo a taxa de juros, e também adotando a prática do *quantitative easing* – que consistia em duas políticas monetárias não convencionais: compra de ativos e provisão de liquidez ao sistema financeiro; onde o *Fed* atuou como um prestador de última instância (*lender of last resort*) dentro dos EUA.

Pode-se perceber nitidamente que, durante a crise de 2007-2008, o governo dos EUA agiu de acordo com a mentalidade do “*too big to fail*”, mentalidade que parecia não existir no contexto da crise de 1929. Dessa forma, a crise de 2007-2008 e seus efeitos recessivos são revertidos mais rapidamente em comparação à crise de 1929. Ao passo que na crise de 1929 há uma quebra generalizada do setor bancário dado o grande número de bancos em condição de insolvência, na crise de 2007-2008 há um grande resgate de bancos e outras instituições financeiras, impedindo a falência destas. Dessa forma, encerra-se este capítulo de contextualização histórica das crises financeiras. No próximo capítulo, inicia-se a exposição das diferentes análises para o fenômeno das crises financeiras, abordando as análises da visão econômica convencional e da visão econômica não convencional.

3 AS VISÕES CONVENCIONAIS E NÃO CONVENCIONAIS DAS CRISES FINANCEIRAS

Neste capítulo busca-se apresentar a pluralidade de interpretações para o fenômeno das crises financeiras, abordando as visões convencionais (de cunho mais ortodoxo) e as visões não convencionais (interpretações heterodoxas) desse fenômeno. A apresentação das visões convencionais se baseará nas contribuições de autores do *mainstream* econômico – fundamentalmente de Krugman, Taylor e Greenspan – com suas contribuições a respeito de grandes episódios de instabilidade financeira. Posteriormente, serão abordadas as análises não convencionais das crises financeiras, utilizando-se três correntes teóricas: a pós-keynesiana, a institucionalista e a neo-schumpeteriana.

Na análise pós-keynesiana, são apresentados os princípios teóricos que regem a corrente teórica e uma análise mais geral dessa corrente para os episódios de instabilidade financeira – uma vez que para a hipótese da fragilidade financeira de Minsky, principal autor pós-keynesiano no estudo do processo de instabilidade financeira, é dedicado o capítulo 4, deixando-se para adentrar nessa teoria específica no mesmo. Em seguida, expõe-se como se dá a relação da abordagem institucionalista com o processo de instabilidade financeira. Uma vez que o institucionalismo não apresenta especificamente uma análise das crises financeiras, apresenta-se o teor institucionalista dentro da abordagem pós-keynesiana (a qual por sua vez desenvolve uma análise específica para este fenômeno), mostrando onde o pensamento institucionalista se encaixa nessa discussão. Vale lembrar que é utilizado o pensamento da tradição do “velho” institucionalismo (baseada em Veblen, Commons e Mitchell) e não da Nova Economia Institucional (NEI).

Finalizando a exposição das análises não convencionais das crises financeiras, apresenta-se uma seção dedicada à interpretação neo-schumpeteriana. Esta seção se baseia principalmente nas contribuições de Perez a respeito das bolhas financeiras dentro dos ciclos de revolução tecnológica, onde a autora explora a dinâmica de mudanças na relação entre o capital produtivo e o capital financeiro ao longo desses ciclos. Por fim, este capítulo se encerra com uma seção de conclusão a respeito da exposição teórica feita.

3.1 AS VISÕES CONVENCIONAIS

Para o exercício de apresentação das diferentes interpretações do fenômeno das crises financeiras é interessante separá-las em dois grupos: visões convencionais e visões não convencionais. Nesta seção, faremos uma exposição das visões convencionais do processo das crises financeiras. A análise convencional, como destaca Prates (2002), se mostra bastante mutável ao longo do tempo. Ao abordar em seu trabalho os modelos do *mainstream* econômico utilizados para explicar as crises cambiais, é possível perceber uma tendência dos modelos utilizados pelo *mainstream* para explicar grandes crises financeiras parecerem mudar a cada grande episódio de caos econômico. Dentro do contexto mais específico de crises cambiais, Prates (2002) apresenta os modelos de crises cambiais de primeira, segunda e terceira geração. É interessante se ponderar que cada nova geração de modelos de crises cambiais surge após a ocorrência de algum grande episódio de crise cambial, tentando a adaptar um modelo ultrapassado a uma nova situação já decorrida.

Os modelos de primeira geração começam com o chamado modelo canônico, elaborado inicialmente por Krugman, que surge como uma resposta às crises de cambiais ocorridas em países da América Latina – Argentina, México e Chile – no final da década de 70 e início da década de 80. Após a crise do Sistema Monetário Europeu de 1992-93, surgem novos modelos, buscando fornecer uma explicação compatível com esse novo padrão de crise. Estes, foram os chamados modelos de segunda geração. Por fim, os modelos de terceira geração surgem buscando explicar um novo padrão de crise cambial que ocorre no sudeste asiático. No período 1997-1998, alguns países da Ásia – Coreia do Sul, Malásia, Tailândia, Indonésia e Filipinas – enfrentam episódios de “crises gêmeas” (crise cambial e financeira) (CANUTO, 2000). Em busca de explicar esses episódios surge essa terceira geração de modelos de crises cambiais.

Este trabalho não se aprofundará nas particularidades de cada geração dos modelos de crises cambiais porque, apesar destes serem relevantes ao longo da construção da literatura a respeito de crises financeiras, após a crise do *subprime* ocorrida em 2007-2008, as teorias propostas pelo *mainstream* na busca de explicar esse novo episódio de crise financeira muda mais uma vez. Essa breve referência às gerações de modelos de crises cambiais foi relevante apenas para ressaltar o caráter

explicativo *ad hoc* da análise convencional, com modelos e teorias que explicam o fenômeno das crises financeiras de maneira *ex post* estabelecendo, de certa maneira, novas teorias a cada vez que um grande episódio de caos financeiro se apresenta. Assim, adiante daremos foco às explicações desenvolvidas após a crise de 2007-2008 pela visão econômica convencional, sendo as análises mais atuais pelo lado do *mainstream* econômico para a interpretação das crises financeiras, conseqüentemente, tornando-as as mais relevantes para uma comparação teórica contemporânea.

Antes de começar a expor as principais teorias atuais utilizadas atualmente pela teoria econômica convencional para a lidar com o fenômeno das crises financeiras, cabe trazer à tona alguns pressupostos assumidos nessa visão. Em linhas mais gerais, a teoria convencional assume a noção de eficiência dos mercados financeiros. A teoria dos mercados financeiros eficientes considera que os agentes econômicos analisam as informações passadas e presentes do mercado, o que implica na ideia de que o sistema de preços fornece informação suficiente para que os agentes que formem expectativas racionais, formação de expectativa a qual permite que os agentes tomem decisões que maximizem a sua utilidade. Assim, a única possibilidade de ocorrer uma crise financeira é caso exista um fundamento de mercado fortemente ligado a uma deterioração atual ou a uma deterioração futura dos fundamentos econômicos (FERRARI FILHO, 2010).

A visão econômica convencional assume a noção de mundo ergódico – contexto em que, segundo Davidson (1994, p. 89, apud FERRARI FILHO, 2010, p. 230), “*future events are always [calculable] and predictable by using probabilistic analysis of past and current outcomes*”. Em um ambiente ergódico, os fundamentos de mercado determinam as probabilidades condicionais de resultados futuros, de maneira que a ocorrência de crises financeiras seria explicada pela possibilidade de comportamento irracional por parte dos agentes, envolvendo momentos de euforia econômica ou de comportamento de manada por parte destes (as crises seriam identificadas como anomalias no funcionamento econômico). De acordo com Ferrari Filho (2010), a teoria convencional utiliza microfundamentos *ad hoc* para poder explicar o comportamento irracional desempenhado pelos agentes nas crises, tentando encontrar uma explicação *ex post* a cada novo episódio de crise financeira ou cambial. Isso corrobora com a noção que pôde-se depreender do trabalho de

Prates (2002) – citado anteriormente – a respeito de como funciona o desenvolvimento de teorias e interpretações sobre crises financeiras e cambiais por parte do *mainstream* econômico. Assim, é possível observar que a literatura convencional segue o princípio de que as crises financeiras e cambiais ocorrem por conta de: eventos exógenos (eventos externos e aleatórios), assimetria informacional ou razões de risco moral.

Ampliando um pouco essa noção de crises sendo sempre originadas de choques exógenos, pode-se resgatar um pouco da teoria dos ciclos reais de negócios, a fim de reforçar a maneira como a teoria convencional se desenvolve em resposta a oscilações econômicas que não correspondem aos equilíbrios econômicos esperados pelo funcionamento do livre mercado. A teoria dos ciclos se desenvolve sob a perspectiva de que o equilíbrio entre oferta e demanda de diferentes mercados só pode sofrer perturbações provocadas por choques exógenos (DORNBUSCH; FISCHER; STARTZ, 2013). Isso implica em aceitar que a ocorrência de crises financeiras (ou crises econômicas de maneira geral) não se trata de algo natural ao processo econômico.

As crises econômicas seriam uma anomalia que ocorre por vezes ao longo do funcionamento de uma economia – talvez podendo corresponder a uma espécie de exceção à regra de equilíbrio entre oferta e demanda, um momento excepcional em que a Lei de Say não se verifica. Vale lembrar aqui algo importante na teoria dos ciclos reais de negócios: essa é uma teoria que busca analisar alterações no nível de equilíbrio das variáveis reais da economia (como emprego e renda, por exemplo). Dado o método de análise de equilíbrios estáticos presente na vertente teórica ortodoxa, deve-se destacar que a teoria dos ciclos reais de negócios tenta analisar como choques exógenos se propagam e alteram os níveis de equilíbrio de mercado de uma economia, sendo sempre uma análise a respeito dos diferentes equilíbrios gerados pelos movimentos de mercado e não da trajetória percorrida entre estes equilíbrios – uma vez que a questão de *path-dependence* não faz parte do núcleo da teoria macroeconômica *mainstream*, apesar de por vezes ser incluída em alguns modelos macroeconômicos ortodoxos, visando corroborar com evidências empíricas encontradas (DATHEIN, 2005).

3.1.1 A Interpretação de Taylor

Agora, entrando nas explicações desenvolvidas pela teoria econômica convencional para as crises financeiras após a crise de 2007-2008, segue-se com o raciocínio desenvolvido por Taylor. O autor interpreta que a crise do *subprime* seria, basicamente, fruto da combinação de dois fatores: uma política monetária relaxada nos Estados Unidos no início dos anos 2000 (o que teria favorecido uma inflação dos preços dos imóveis no país) e as medidas incertas do governo dos EUA para enfrentar a crise (aumentando a insegurança dos agentes). Para Taylor, a expansão do mercado imobiliário dos Estados Unidos teria sido bem menor se o Federal Reserve Bank (Fed) tivesse mantido as taxas de juros de curto prazo no período 2003-2005 dentro dos níveis sugeridos pela Regra de Taylor, ou seja, em níveis acima dos efetivamente adotados pelo Fed (FERRARI FILHO; PAULA, 2009).

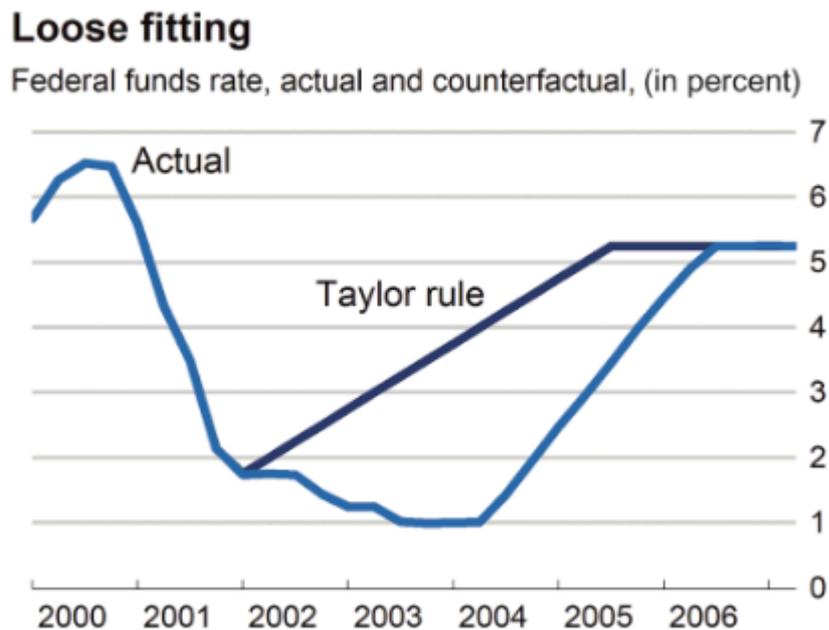
De acordo com a Regra de Taylor, o nível da taxa de juros dos EUA deve seguir por uma relação linear da taxa de inflação (π_t), com uma taxa de juros de equilíbrio (r^*) mais a soma ponderada de dois desvios: a diferença entre a taxa de inflação (calculada pelo deflator do PIB) e a meta de inflação, e o desvio percentual entre o produto efetivo (observado) e o produto potencial. A Regra de Taylor depende de duas variáveis exógenas, que seriam a meta de inflação e o produto potencial, e pode ser sintetizada na seguinte equação – contendo como variáveis a taxa básica de juros nominais (i_t); o produto potencial ($y_{\text{potencial}}$); o produto corrente (y_{efetivo}); a taxa real de juros de equilíbrio (r^*); a taxa média de inflação dos últimos quatro trimestres, que seria o deflator do PIB, (π_t) e a meta de inflação (π^*); e onde $\left(\frac{y_{\text{efetivo}} - y_{\text{potencial}}}{y_{\text{potencial}}}\right)$ corresponde ao hiato do produto em valores percentuais (LOPES; MOLLO; COLBANO, 2012):

$$i_t = \pi_t + r^* + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta \left(\frac{y_{\text{efetivo}} - y_{\text{potencial}}}{y_{\text{potencial}}} \right) \quad (1)$$

Dessa maneira, Taylor (2009) afirma que o Fed, no início dos anos 2000, seguia uma política monetária que vinha tendo bons resultados no período de estabilidade chamado “*Great Moderation*”, que tem início no começo dos anos 1980. Porém, o autor afirma que a taxa de juros do fim do ano de 2002 ao fim do ano de 2006 esteve

abaixo do valor sugerido pela experiência histórica. A política monetária teria sido frouxa para o período. A Figura 1, mostra o período de política monetária denominada “*loose fitting*”, onde a política monetária teria sido frouxa de acordo com Taylor (2009), comparando o nível da taxa de juros “atual” (correspondente ao período 2000-2006, da publicação do gráfico pelo *The Economist*) com o nível da taxa de juros que seria sugerido pela Regra de Taylor.

Figura 1 – Taxa de juros do período de política “*loose fitting*” (%)



Fonte: *The Economist* (2007, apud TAYLOR, 2009, p. 3).

Além do baixo nível das taxas de juros, o autor destaca também a ação do governo em meio à crise do *subprime* como um fator para ampliar a crise. A crise de 2007-2008 teria se aprofundado devido a ação errática do governo norte-americano, que teria feito um diagnóstico errado desta, identificando-a como uma simples crise de liquidez, não considerando a verdadeira dimensão dos problemas no sistema bancário dos EUA. Com a confusa intervenção do governo para a combater a crise, esta teria se ampliado, com a quebra do banco *Lehman Brothers* se apresentando como uma das etapas da confusa ação do governo em meio à crise de 2007-2008 (FERRARI FILHO; PAULA, 2009). Como exemplo dessa ação confusa, Taylor (2009) destaca que o governo patrocinou e incentivou as agências *Fannie Mae* e *Freddie Mac* a comprarem títulos lastreados em hipotecas, incluindo os lastreados em hipotecas *subprime* de risco, enquanto, ao mesmo tempo, o ato de regulação da

empresa federal de habitação de 2005 (*Federal Enterprise Regulatory Reform Act of 2005*) – proposto para conter os excessos do caos financeiro ligado mercado imobiliário – não passou como lei.

3.1.2 A Interpretação de Greenspan

Outro autor da teoria econômica convencional que desenvolve uma explicação para a crise financeira de 2007-2008 é Greenspan (2009). O autor segue um raciocínio com viés liberal, assim como Taylor, porém coloca como causa da crise de 2007-2008 um fato distinto. Apesar de afirmar que a Regra de Taylor seria uma aproximação útil para guiar a política monetária, Greenspan (2009) destaca que a Regra de Taylor deriva de modelos que se mostraram falhos em antecipar recessões econômicas ou crises financeiras. Dessa forma, uma explicação baseada na Regra de Taylor não poderia formar a única base de análise da crise de 2007-2008, o que faz com que o autor busque algo além de apenas um equívoco na política monetária do Fed (na determinação das taxas de juros de curto prazo) para desenvolver a sua análise. Greenspan (2009) desenvolve sua explicação a partir do “descolamento” entre a taxa básica de juros (estabelecida pelo *Fed*) e a taxa de financiamento imobiliário.

Durante o período de 1971 a 2002, a correlação entre a taxa básica de juros e a taxa de financiamento imobiliário era de 85%, enquanto no período 2002-2005 tornou-se insignificante. No início dos anos 90, teria se observado uma mudança em grande parte das economias do mundo, passando de uma ênfase sobre planejamento central para uma concorrência de mercado mais dinâmica, concorrência essa liderada pelas exportações. Essa mudança da dinâmica econômica em nível global teria provocado uma aceleração no crescimento da China e de outros países emergentes, dando origem a um excedente de poupança global esperada em relação ao investimento esperado em bens de capital. Seria esse excedente de poupança antecipado o responsável pela queda das taxas de juros globais de longo prazo a níveis cada vez mais baixos entre os anos de 2000 e 2005. Assim, a queda nas taxas de juros de longo prazo de diversos países é para Greenspan (2009) a razão mais provável para a queda e convergência das taxas de capitalização em todo o mundo, o que acabou por gerar uma bolha de preço habitacional global – com a bolha de preços nos Estados Unidos se mantendo na média global ou abaixo desta.

Então, pode-se perceber que para Greenspan (2009), em suma, a bolha de valores imobiliários de 2007-2008 seria reflexo de um excesso de liquidez no mercado internacional, liderado pelo forte crescimento da economia chinesa e de outros países emergentes. Além disso, a bolha de preço habitacional seria um fenômeno global e não apenas dos EUA. Como destacado por Ferrari Filho e Paula (2009), os superávits em conta corrente de diversos países emergentes (com um conseqüente excesso de poupança) teria criado um tipo de moeda endógena, ligada à liquidez internacional e que deu início a uma queda das taxas de juros em nível global.

Greenspan, entretanto, não percebe a crise de 2007-2008 como relacionada a algum tipo de problema sistêmico, como a intensa desregulamentação financeira, não sendo capaz de explicar como todo o sistema financeiro pôde ser afetado por uma crise imobiliária em segmento secundário do sistema financeiro (*subprime*). Voltando ao raciocínio desenvolvido por Taylor, sugere-se que a crise teria sido propagada em função de uma interferência governamental excessiva e inadequada, lógica com a qual Greenspan corrobora com algumas afirmações. Porém, esse tipo de explicação para a crise não parece ser muito adequado, se equivocando em relações de causa e efeito. Por fim, Taylor e Greenspan compartilham do viés liberal, aceitando o princípio da eficiência do livre mercado – a regulamentação dos mercados financeiros os tornaria ineficientes e pouco inovadores. Entretanto, em função da instabilidade e problemas de assimetria informacional (aspectos intrínsecos ao funcionamento da esfera financeira), ao mesmo tempo que pode potencializar o crescimento econômico, o mercado financeiro é algo inerentemente instável (FERRARI FILHO; PAULA, 2009).

3.1.3 A Interpretação de Krugman: O problema de risco moral

Como última das explicações da teoria convencional para as crises financeiras abordadas no presente trabalho, tem-se a explicação envolvendo a questão de risco moral (*moral hazard*). Para isso, cabe antes resgatar os problemas que o sistema financeiro enfrenta, de acordo com a literatura a respeito de crises e regulação financeira: (a) insolvência e (b) iliquidez. Primeiramente, o problema da insolvência acaba necessariamente levando à falência. O processo de falência ocorre por meio da insustentabilidade patrimonial, que pode não ser percebida durante algum período

caso haja assimetria de informações entre os agentes econômicos que detêm o patrimônio e os agentes credores.

Nesses casos, a condição de insolvência surge no momento da concretização de uma situação patrimonial a qual não condiz com o cenário esperado de acordo com cálculos de risco iniciais, os quais contavam com um cenário econômico mais favorável. A assimetria informacional acabaria por gerar um descompasso entre expectativas e resultados realizados, tornando agentes insolventes. Dessa maneira, caso haja falta de transparência e assimetria de informações, agentes credores podem subestimar os riscos envolvidos em seus negócios, incentivando que os agentes detentores de patrimônio (captadores de recursos de terceiros) assumam risco em excesso, o chamado risco moral (*moral hazard*).

Em segundo lugar, tem-se a questão da iliquidez, a qual pode se configurar, por exemplo, quando há descompassos (*mismatches*) temporários entre o retorno dos ativos e os compromissos financeiros provenientes dos passivos, porém, apresentando solvência patrimonial no longo prazo. Nesse caso, o patrimônio é factível desde que haja refinanciamento nos momentos intermediários em que os compromissos financeiros superam o fluxo de renda (quando o valor dos passivos supera o valor obtido com os ativos), do contrário, agentes nessa situação se tornarão insolventes. A falência seria, nessa situação, um cenário indesejado que impediria a concretização do retorno líquido positivo esperado no longo prazo – tratando-se de uma falha de mercado. Na visão econômica convencional, a falta de refinanciamento durante descompassos temporários entre ativo e passivo geradora da chamada “falha de mercado” poderia ocorrer por motivos, como: assimetria de informações com respectiva insegurança dos credores, choques sistêmicos de racionamento de crédito, entre outros (CANUTO, 2000).

A noção de crises financeiras sendo resultado de um problema de risco moral é destacada por Krugman (1998). Indo ao encontro das ideias de Taylor e Greenspan destacadas anteriormente, para o autor, a fragilidade financeira teria como base a adoção de políticas governamentais inadequadas. Segundo o autor, a garantia de intermediários financeiros por parte do governo, geraria um sério problema de risco moral. Essa garantia do governo faria com que o setor privado realizasse investimentos arriscados, em busca de altas taxas de lucro. A lógica de garantias

governamentais dando origem a um problema de risco moral no setor financeiro, pode ser sintetizada na seguinte passagem de Krugman (1998, p. 3):

It has long been known that financial intermediaries whose liabilities are guaranteed by the government pose a serious problem of moral hazard. The U.S. savings and loan debacle is the classic example: because depositors in thrifts were guaranteed by FSLIC, they had no incentive to police the lending of the institutions in which they placed their money; since the owners of thrifts did not need to put much of their own money at risk, they had every incentive to play a game of heads I win, tails the taxpayer loses.

A tomada excessiva de empréstimos por parte do setor privado para investir em projetos de alto risco o expõe a altos riscos de insolvência. Em função dessa exposição, qualquer tipo de choque – como, por exemplo: a insegurança dos credores devido a assimetria de informações e choques de racionamento de crédito; expostos anteriormente – poderia desencadear uma crise, com efeito contágio e grandes proporções. Por fim, é necessário tratar de uma diferença entre a visão de Taylor e Greenspan e a do risco moral a respeito da compreensão das políticas governamentais no contexto de crises financeiras. Se para autores como Taylor e Greenspan, as políticas governamentais seriam mais visíveis – como política monetária inadequada, adotando baixas taxas de juros de curto prazo, ou ação excessiva e confusa do governo –, no caso do risco moral, as falhas de governo não seriam detectáveis analisando o comportamento das políticas monetária, fiscal e cambial em momentos pré-crise. No caso de problema de risco moral, o efeito negativo das garantias governamentais (sejam elas explícitas ou implícitas) só apareceria após o início da crise, independente do choque desencadeador desta – externo ou doméstico – (CANUTO, 2000).

3.2 AS VISÕES NÃO CONVENCIONAIS

Segue-se agora a seção que apresenta as visões não convencionais das crises financeiras. Visões as quais compartilham da crítica ao forte viés neoclássico presente no *mainstream* econômico, desenvolvendo teorias não baseadas na hipótese de eficiência dos mercados, tratando das crises financeiras de forma bem distinta a um “caso de exceção” dentro do processo econômico. Esta seção tratará da relação do fenômeno das crises financeiras com três abordagens econômicas heterodoxas: a

pós-keynesiana, a institucionalista e a neo-schumpeteriana. Neste capítulo, a discussão sobre a abordagem pós-keynesiana das crises financeiras se estabelece em um panorama mais geral, sem se aprofundar na teoria minskyana da hipótese da fragilidade financeira – da qual o capítulo 5 deste trabalho tratará especificamente. A respeito da abordagem institucionalista (a qual não desenvolve uma teoria específica para tratar da questão da instabilidade financeira), traz-se sobretudo uma apresentação das características comuns entre essa abordagem e as correntes teóricas pós-keynesiana e neo-schumpeteriana, e do teor institucionalista fortemente presente na teoria pós-keynesiana.

A apresentação da abordagem institucionalista realizada se foca em mostrar que, se por um lado, a economia institucional não desenvolve uma análise específica para o fenômeno das crises financeiras, por outro, há um inegável teor institucionalista dentro da análise pós-keynesiana do processo de financeirização e instabilidade financeira. Assim, faz-se relevante discorrer sobre aspectos da economia institucional para uma boa compreensão do estudo do processo de instabilidade financeira feito pelas abordagens econômicas heterodoxas. Por fim, apresenta-se a interpretação neo-schumpeteriana das crises financeiras. Esta apresentação baseia-se sobretudo nos trabalhos de Perez, nos quais a autora aborda a dinâmica de mudanças na relação entre o capital produtivo e o capital financeiro ao longo dos ciclos de revolução tecnológica.

3.2.1 A Abordagem Pós-Keynesiana

Nesta primeira subseção a respeito das visões não convencionais das crises financeiras, será analisada a abordagem pós-keynesiana. Aqui, como dito anteriormente, será apresentada a abordagem pós-keynesiana em um sentido mais geral, passando por alguns autores da corrente, mas não se aprofundado em Minsky – provavelmente o principal autor pós-keynesiano no estudo do fenômeno da instabilidade financeira, desenvolvendo uma teoria específica explica-lo. Também serão resgatados aqui alguns princípios da teoria pós-keynesiana, para compreender em que pressupostos esta se baseia (ao buscar desenvolver-se enquanto uma corrente teórica fiel aos princípios desenvolvidos nas obras originais de Keynes) e

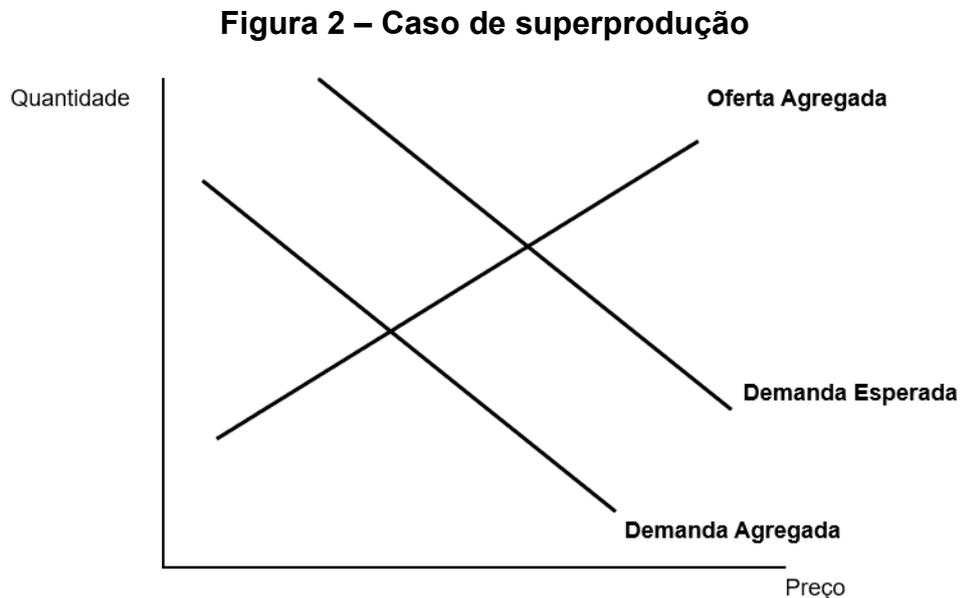
como seu método de análise se diferencia do utilizado pela abordagem econômica *mainstream*, marcada por um forte viés neoclássico.

Para discorrer a respeito dos pressupostos da teoria pós-keynesiana é necessário recorrer a alguns aspectos fundamentais da teoria desenvolvida por Keynes, principalmente a parte dos conceitos explicitados em sua obra “A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda” (KEYNES, 1985). Primeiramente, é importante lembrar o princípio da demanda efetiva, forte característica do pensamento pós-keynesiano – que “vê a economia pelo lado demanda” –, caracterizado pela chamada visão “*demand-side*”. De acordo com a Teoria Geral, a quantidade de fatores de produção de utilizados numa economia (mão-de-obra e capital) é determinada no momento *ex-ante* à produção, com base na expectativa de venda dos empresários no momento *ex-post*. Ou seja, o empresário determina o seu nível de produção de acordo com a chamada demanda esperada.

Pensando-se abstratamente em duas retas, uma de demanda agregada e uma de demanda esperada, a demanda efetiva seria representada pelo ponto de interseção entre essas duas retas. Dada essa relevância que a demanda e as expectativas a respeito desta possuem dentro da teoria elaborada por Keynes (1985), fica claro o motivo para Lavoie (2009) afirmar que, no pensamento pós-keynesiano, o nível de produto de uma economia é determinado pela demanda – onde, na igualdade entre oferta e demanda, tem-se que a oferta se adapta à demanda, tanto no curto quanto no longo prazo, ou seja, a demanda determina a oferta. Ainda se tratando do princípio da demanda efetiva, este enfatiza mais um importante pressuposto do pensamento pós-keynesiano: a rejeição à Lei de Say.

Uma vez que a demanda efetiva poderia ser representada em um gráfico (com seus eixos vertical e horizontal representando quantidade e preço) pelo ponto de interseção entre a reta de demanda agregada e a reta de demanda esperada, fica claro que de acordo com a inclinação dessas retas, pode não haver um ponto de interseção entre demanda esperada e demanda agregada (ou que esse ponto poderia estar em uma faixa do gráfico com valores negativos). Nesse caso, a teoria de Keynes (1985), abre espaço para a ocorrência de desequilíbrios entre oferta e demanda, indo contra a visão determinística e sem o caráter de incerteza pregada pela Lei de Say. A Figura 2, a seguir, ilustra um caso de superprodução (apresentando uma das formas

como poderiam se apresentar as curvas de demanda efetiva, demanda agregada e oferta agregada e o ponto de demanda efetiva):



Fonte: Elaboração própria.

A Figura 2 ilustra um contexto de superprodução, possível de ser interpretado conforme o princípio da demanda efetiva, onde os empresários empregariam insumos num momento *ex-ante* produzindo, *ex-post*, um nível de produto num nível superior (ponto em que as retas de oferta agregada e demanda esperada se cruzam) ao realmente demandado (ponto de interseção entre as retas de oferta e demanda agregada). Nesse caso, fica claro como a teoria de Keynes (1985), fornece um embasamento teórico que rejeita a Lei de Say. Ligado a esse contexto onde a demanda esperada tem importante papel, emergem dois aspectos importantes da teoria de Keynes e da pós-keynesiana como um todo: o papel das expectativas e a incerteza.

Antes de abordarmos esses dois aspectos cabe resgatar os conceitos de tempo histórico dinâmico e de existência de uma economia monetária de produção (LAVOIE, 2009). Quanto à noção de tempo histórico dinâmico, o pensamento pós-keynesiano destaca a importância de analisar-se a dinâmica ocorrida na economia ao analisar-se diferentes pontos de equilíbrio. Ou seja, na teoria pós-keynesiana não importam apenas os pontos de equilíbrio que foram alcançados em diferentes períodos de tempo, mas também é importante considerar a transição entre esses pontos e

reconhecer que as condições sob as quais essa transição ocorre pode afetar os pontos de equilíbrio. A existência de uma economia monetária de produção é a característica que destaca que em uma economia todos os valores são estabelecidos em termos monetários. De acordo com a teoria pós-keynesiana, os modelos devem reconhecer que os contratos são estabelecidos em dinheiro, devem reconhecer que as firmas possuem dívidas e famílias possuem ativos que podem gerar problemas financeiros consideráveis, devido a variações na preferência por liquidez dos agentes econômicos.

No ambiente de uma economia monetária de produção, tem-se a característica da preferência por liquidez, sempre ligada à noção de incerteza fundamental, que é muito distinta do conceito de risco. Enquanto o risco é probabilístico, podendo ser calculado, a incerteza é incalculável para os pós-keynesianos. A característica da incerteza fundamental está ligada à não ergodicidade dos processos econômicos (DAVIDSON, 2009). A não ergodicidade faz com que os agentes econômicos não sejam capazes de obter um aprendizado que permita a eles ter conhecimento da distribuição probabilística objetiva dos acontecimentos futuros. O futuro é diferente do passado, ou seja, as flutuações ocorridas no passado não necessariamente ocorrerão da mesma forma no futuro.

Relacionado à questão da preferência por liquidez, tem-se um ponto fundamental da teoria de Keynes (1985) e, por consequência, dos pós-keynesianos: a não neutralidade da moeda. Uma vez que Keynes (1985) atribui que a moeda pode ter as funções de transação, especulação e precaução, esta não é apenas um meio de troca. Quando se estabelece que a moeda não é neutra, os agentes podem preferir reter moeda ao invés de gastá-la na compra de produtos (motivo transação). Pensando no fluxo circular da renda, essa moeda retida constituiria vazamentos, gerando um excedente de produtos, o que acabaria por levar a uma queda da utilização dos fatores de produção. Dessa forma, a teoria pós-keynesiana (assim como a de Keynes, especificamente), não aceita o princípio do fluxo circular da renda, abrindo espaço para a explicação da ocorrência de superprodução e desemprego causados por vazamentos de demanda – como ilustrado pela Figura 2 –, negando mais uma vez a Lei de Say (MOLLO, 2004).

Por fim, a respeito das expectativas no pensamento keynesiano – assumindo aqui como pensamento keynesiano aquele contido especificamente nas obras de

Keynes – cabe destacar algumas características. Pessali (2006) ressalta que a tomada de decisão sobre investimento do empresário é baseada em suas expectativas (demanda esperada). Entretanto, essas expectativas são formadas em um ambiente econômico complexo, sobre o qual os agentes têm um conhecimento parcial, fazendo com que as expectativas sejam baseadas em informação incompleta. Se para os agentes terem expectativas racionais, parte-se do axioma do ambiente econômico ergódico, ao partir-se do axioma de um processo econômico não ergódico (num ambiente permeado pela incerteza), pode-se deduzir que na teoria de Keynes os agentes não possuiriam expectativas racionais – como ressalta Davidson (1991), a hipótese de expectativas racionais até poderia ser uma aproximação possível em algumas tomadas de decisão do processo econômico, mas não pode-se colocá-la como pressuposto de uma teoria econômica geral. Como Ferrari Filho (1991) aponta, Keynes desenvolve em sua obra uma noção de expectativas exógenas, sujeitas à incerteza, o chamado *animal spirits*. Assim, pode-se depreender que há elementos na obra de Keynes que expõem uma noção de racionalidade limitada dos agentes (PESSALI, 2006).

A perspectiva pós-keynesiana das crises financeiras parte fundamentalmente da rejeição do axioma da ergodicidade presente na teoria dos mercados eficientes. Em um ambiente econômico permeado pela incerteza, as estimativas futuras do mercado (previsões) são sempre incertas, uma vez que o futuro pode sofrer mudanças drásticas, não esperadas pelos agentes, fazendo com que apenas os fundamentos econômicos não sejam suficientes para fazer projeções de mercado futuras. Na teoria de Keynes, distingue-se claramente a probabilidade de ocorrência de eventos da incerteza, sobretudo quando os agentes tomam decisões ligadas à preferência por liquidez e à acumulação de riqueza – o autor considera que, uma vez que certos fenômenos econômicos não são resultado de qualquer processo estocástico, os agentes não possuem informações suficientes para fazer previsões futuras realmente úteis, ou seja, que sejam realmente confiáveis (ALVES JÚNIOR; FERRARI FILHO; PAULA, 1999).

Como Keynes (1964², p. 162-163, *apud* ALVES JÚNIOR; FERRARI FILHO; PAULA, 1999, p. 214) ressalta: “*human decisions affecting the future, whether*

² Keynes, J. M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. New York: Harcourt Brace, 1964.

personal or political or economic, cannot depend on strict mathematical expectation, since the basis for making such calculations does not exist". Os mercados financeiros não são regidos por expectativas racionais, uma vez que os agentes econômicos não possuem expectativas homogêneas. Dessa forma, não pode se considerar que os mercados financeiros sejam eficientes (no sentido da teoria dos mercados eficientes), uma vez que com previsões baseadas no comportamento psicológico dos agentes não se obtém resultados estatisticamente confiáveis.

Além de toda a questão da incerteza e suas consequências sobre o ambiente econômico, a interpretação pós-keynesiana do processo de instabilidade financeira se apoia fortemente na rejeição da neutralidade da moeda. A moeda destaca-se como um ativo diferente dos demais, devido à sua característica de assegurar poder de compra ao longo do tempo, tornando-se um ativo seguro em momentos de grande incerteza. Uma vez que os contratos em uma economia capitalista são definidos em unidades monetárias, a preferência por liquidez dos agentes que possuem obrigações financeiras pode aumentar caso haja uma diminuição da confiança no mercado. Porém, uma vez que a confiança no mercado não é homogênea entre os agentes, devido ao seu grau de subjetividade, formam-se diferentes expectativas sobre o futuro da atividade econômica. Com esse leque de diferentes expectativas a respeito dos rumos da economia e mercados organizados para fornecerem liquidez aos ativos, surgem diversas oportunidades para o desenvolvimento da atividade especulativa. Em um ambiente desse tipo, a atividade especulativa não se trata de uma "exceção à regra" (alguma espécie de falha de mercado), mas sim de um resultado da forma como opera o mercado financeiro.

A visão pós-keynesiana das crises financeiras se baseia justamente no surgimento e intensificação da atividade especulativa na economia, a qual surge naturalmente no funcionamento de uma economia sob o efeito de uma incerteza incalculável. É dessa forma que a instabilidade financeira e crises consequentes desta se mostram também como um processo endógeno. Cabe aqui explicitar no que exatamente consiste a especulação. Segundo Kaldor (1960), a especulação pode ser definida como a compra ativos visando revendê-los posteriormente, ou como a venda de ativos visando recomprá-los futuramente, buscando lucro baseando-se em expectativas de flutuação de preço dos ativos entre o momento inicial e o momento futuro:

Speculation [...] may be defined as the purchase (or sale) of goods with a view to re-sale (re-purchase) at a later date, where the motive behind such action is the expectation of a change in the relevant prices relatively to the ruling price and not a gain accruing through their use, or any kind of transformation effected in them or their transfer between different markets (KALDOR, 1960, p. 17)

Ferrari Filho (2010) aponta a ligação entre a esfera produtiva e a esfera financeira ressaltada por Keynes em sua teoria, onde há um *trade-off* entre liquidez e especulação. Por aumentar a liquidez dos ativos, o mercado financeiro estimula o desenvolvimento da atividade produtiva, diminuindo a irreversibilidade dos investimentos para os investidores, aumentando o potencial de recursos disponíveis para financiar a produção; por outro lado, o desenvolvimento da atividade financeira cria mais oportunidades de ganhos especulativos, atraindo recursos para a esfera financeira (recursos que se manteriam no mercado financeiro, num viés especulativo e não com alguma transferência ou grandes transbordamentos para o ambiente produtivo). A instabilidade financeira teria seu início na intensificação da atividade especulativa (inclusive indo de acordo com o pensamento neo-schumpeteriano, o qual veremos adiante), quando o volume da atividade especulativa cresce tanto, a ponto da atividade produtiva se tornar pequena frente a esta – segundo Keynes (1964, p. 159³, *apud* FERRARI FILHO, 2010, p. 220), “[...] *the position is serious when enterprise becomes the bubble on a whirlpool of speculation. When the capital development of a country becomes a by-product of the activities of a casino, the job is likely to be ill-done.*”.

Com a atividade especulativa em larga escala e o mercado financeiro operando intensamente, o grande problema vem no caso de um aumento na preferência por liquidez dos agentes. Esse aumento na preferência por liquidez atinge o mercado financeiro, resultando em um movimento de venda de ativos por parte dos agentes (na busca por liquidez, ou seja, na busca por moeda, que mostra sua não neutralidade), o que tende a gerar uma queda elevada do preço dos ativos. Esse movimento de queda nos preços dos ativos gera graves efeitos no lado real da economia, principalmente sobre o investimento e a validação das estruturas financeiras – a validação das estruturas financeiras será um tema aprofundado no

³ Keynes, J. M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. New York: Harcourt Brace, 1964.

capítulo 5, ao abordarmos a teoria minskyana. É nesse contexto que irrompe uma crise financeira e, caso não haja algum tipo de garantia, como um prestador de última instância ou outro *market maker*, não há um mecanismo de mercado que reverta esse movimento contínuo de queda de preços de ativos. Dado que apenas os mecanismos de mercado não são suficientes para controlar a volatilidade dos mercados financeiros mostra-se que, para manter a estabilidade destes (e da economia como um todo, por consequência dos efeitos destes sobre o lado real da economia) é necessária uma regulação e, principalmente, uma maior atuação de algum grande *market maker* (ALVES JÚNIOR; FERRARI FILHO; PAULA, 1999).

Como Alves Júnior, Ferrari Filho e Paula (1999) apontam, fica claro que para conter o potencial desestabilizante do mercado financeiro é necessário desenvolver-se um arranjo institucional que busque controlar a volatilidade provocada pela especulação. Assim, encerra-se esta seção, que buscou apresentar a análise pós-keynesiana das crises financeiras – enquanto visão mais geral e apresentação dos pressupostos seguidos por essa corrente no desenvolvimento de sua análise, não entrando por ora na contribuição teórica de Minsky sobre a instabilidade financeira. A próxima seção, vai ao encontro do fim desta, destacando justamente o teor institucionalista presente na abordagem pós-keynesiana, sobretudo na análise pós-keynesiana do processo de instabilidade financeira.

3.2.2 O Teor Institucionalista na Abordagem Pós-Keynesiana

A visão econômica institucionalista não apresenta uma interpretação do fenômeno da instabilidade financeira em si, entretanto, observando a análise pós-keynesiana deste processo, pode-se perceber claramente que esta dialoga fortemente com a chamada economia institucional. Esse diálogo é muito perceptível nas proposições de reforma econômica estabelecidas por essas duas correntes que, inegavelmente, têm um forte caráter institucional, onde a maneira como as instituições se organizam e atuam e sua interação com o ambiente econômico são de fundamental importância para o funcionamento da economia de maneira geral. Pensando-se em um contexto econômico altamente financeirizado, onde a instabilidade é inerente e tida como algo problemático, a agenda de pesquisa institucionalista se mostra presente nas discussões sobre como prevenir e combater o problema da instabilidade econômica.

Se, por um lado, não há uma análise puramente institucionalista sobre o fenômeno das crises financeiras, por outro, o pensamento institucionalista encontra-se presente na análise feita por outras correntes teóricas heterodoxas – como a corrente pós-keynesiana e a neo-schumpeteriana. Dessa maneira, para observar a relação do institucionalismo com o processo de instabilidade financeira é importante observar como as análises pós-keynesiana e neo-schumpeteriana compartilham semelhanças com a análise econômica institucionalista. Para começar a estabelecer essas semelhanças entre as agendas de pesquisa, será feita uma exposição sobre como a abordagem pós-keynesiana se aproxima da abordagem institucionalista em determinados aspectos teóricos (CONCEIÇÃO, 2007).

Primeiramente, é importante destacar que grande parte das semelhanças entre o pensamento pós-keynesiano e institucionalista vem das críticas a aspectos do pensamento econômico neoclássico. Partindo do pensamento dos chamados “velhos” institucionalistas (Veblen, Commons e Mitchell), pode-se definir instituição como um padrão de ação coletiva que surge do conjunto de hábitos, regras e do comportamento humano dos indivíduos da sociedade. O institucionalismo se opõe à teoria neoclássica, que considera os indivíduos como agentes econômicos que têm preferências determinadas exogenamente e são sempre otimizadores em suas tomadas de decisão.

Na visão institucionalista, a noção de instituição está associada ao aspecto neo-schumpeteriano da sociedade, que não evolui de forma previsível, mas de maneira processual e histórica. O institucionalismo destaca a ação dos indivíduos no processo de decisões econômicas, que é instável, incerto e característico, onde os indivíduos interagem com o meio (formado pelas instituições) – com o meio tendo influência sobre os indivíduos e vice-versa – tendo consequências no ambiente macroeconômico. A corrente derivada do pensamento vebleniano (denominada por parte dos autores como neo-institucionalista), busca atualmente, se aproximar do evolucionismo darwiniano, onde a estabilização macroeconômica é um processo incerto, ligado a ação idiossincrática dos indivíduos no ambiente econômico. Os indivíduos geram inovações, estabelecem rotinas, rupturas e novos padrões, o que, no plano macro, forma e altera instituições, gerando diferentes possibilidades de trajetórias de estabilidade.

Essa concepção da economia institucional se relaciona com as “convenções” dentro do estudo da estabilidade econômica do *animal spirits*, definido por Keynes. O processo de estabilidade econômica não pode ser baseado em indivíduos definidos de maneira exógena, com expectativas racionais e comportamento otimizador, sem influenciarem e serem influenciados pelo processo histórico e desvinculados da ação social. As instituições determinam a trajetória histórica e são, em última instância, determinadas pelos indivíduos, que por meio de seus hábitos e padrões de ações coletivas moldam as instituições. O processo de estabilidade econômica parte do comportamento e da ação dos indivíduos, influenciando e sendo influenciado pelos princípios de ação social e coletiva; não sendo um processo naturalmente baseado no pressuposto de uma macroeconomia ideal e consistente teoricamente. A orientação de convenções e estratégias do *animal spirits* compõe um ambiente institucional, e esse ambiente institucional tem importantes consequências sobre a economia na teoria elaborada por Keynes (FERRARI FILHO, 2015).

Cabe agora ressaltar algumas características da “velha” economia institucional, para defini-la melhor antes de prosseguir com a exposição da visão econômica pós-keynesiana e apresentar suas semelhanças. Todas essas características são muito ligadas a crítica do chamado “individualismo metodológico”, ponto de crítica dos seguidores da tradição do “velho” institucionalismo não só aos autores neoclássicos como, também, aos autores da chamada “Nova Economia Institucional” (NEI), como ponderado por Hodgson (1993). Como ressaltado por Conceição (2007), para os institucionalistas seguidores da tradição vebleniana o mercado deve ser analisado baseando-se no “coletivismo metodológico”, uma vez que no mundo real os indivíduos são cultural e mutuamente dependentes. Três princípios marcam o institucionalismo – tendo aqui o pensamento neo-institucionalista como referência e definindo, de agora em diante no trabalho, “economia institucional” como sendo a seguidora da escola do “velho” institucionalismo de Veblen, Commons e Mitchell:

- a) a crítica aos elementos normativos e preconcepções implícitos na análise econômica tradicional;
- b) a visão do processo econômico sendo um sistema aberto que é parte de uma grande rede de relações socioculturais;

- c) ter o princípio da causalção circular como principal hipótese explicativa para o processo de dinâmica econômica, incluindo os processos de desenvolvimento e subdesenvolvimento econômico.

Dados esses três princípios expostos, é possível caracterizar a economia institucional como uma abordagem que possui os sete atributos seguintes (CONCEIÇÃO, 2007):

- a) rejeição do atomismo e reducionismo metodológicos e incorporação de alternativas de análise holísticas;
- b) concepção do comportamento humano sendo orientado por hábitos e rotinas, mas com isso podendo ser marcado ocasionalmente por atos de criatividade e novidade, no lugar do agente racional e calculista presente na análise neoclássica;
- c) consideração das instituições como unidades analíticas adicionais ou alternativas em lugar do foco exclusivo no indivíduo como unidade de análise;
- d) visão da economia como um sistema aberto em evolução ao longo do tempo histórico, sujeito ao processo de causalção cumulativa, em contraposição às abordagens teóricas que focam apenas a mecânica dos equilíbrios de mercado;
- e) concepção de indivíduos não tendo funções de preferência dadas ou fixas, mas situados em uma cultura social evolutiva, sendo parte de um processo de mudança e adaptação contínua;
- f) noção de tecnologia evolutiva e motivadora primária do desenvolvimento socioeconômico (ao contrário da teoria econômica que considera tecnologia endógena e fixa);
- g) inquietação sobre o papel do poder e do conflito entre indivíduos e entre instituições sobre o ambiente socioeconômico;
- h) enfoque na identificação das reais necessidades humanas e na estrutura das instituições que podem representar melhor a identificação e clarificação destas, no lugar de um arcabouço “utilitarista”, que analisa o bem-estar social em termos de prazer ou utilidade individual (separando considerações dos meios das dos fins).

Dada essa apresentação de características da economia institucional, pode-se expor agora aspectos da teoria pós-keynesiana, que por vezes parece, de certa maneira, se mesclar ao institucionalismo, dadas algumas posições e proposições do pensamento pós-keynesiano. Dentre os autores pós-keynesianos, Minsky desenvolve um trabalho que relaciona o ambiente institucional aos princípios teóricos desenvolvidos por Keynes na clássica “Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”. A análise minskyana foca o aspecto financeiro do capitalismo contemporâneo, onde as instituições sustentam e dão credibilidade a esse sistema econômico altamente financeirizado. Essa análise observa como as instituições podem contribuir tanto para a estabilidade quanto para a instabilidade econômica. As instituições são essenciais para garantir o funcionamento “normal” da economia, todavia, essas as instituições podem, por vezes, assumir padrões de comportamentos já superados, resultando em instabilidade e aumento da incerteza, gerando crises periódicas que são inerentes ao sistema econômico capitalista (FERRARI FILHO; CONCEIÇÃO, 2001).

Minsky (1964) começa a desenvolver sua abordagem corroborando com uma característica comum aos institucionalistas: a rejeição a explicar fenômenos econômicos baseados em comportamentos dos agentes dados de maneira exógena. O autor discorda da noção (presente na teoria econômica tradicional) de que episódios de caos financeiro são fenômenos exógenos, percebendo-os como eventos sistêmicos e tendo caráter endógeno. Esses episódios seriam causados em função de mudanças cumulativas nas variáveis financeiras, onde a importância dessas mudanças é afetada pelos arranjos institucionais. As instituições financeiras e seu funcionamento são ao mesmo tempo uma resposta às forças de mercado e um resultado dos processos administrativos e legislação vigentes neste.

Como a trajetória das variáveis financeiras varia muito ao longo de diferentes ciclos econômicos observados, realizar análises estatísticas sofisticadas para determinar a significância que os fatores financeiros possuem no comportamento cíclico da economia não se mostra útil. Isso ocorre porque a análise estatística não precisa fornecer a trajetória de reação da economia – Minsky parece demonstrar aqui uma preocupação em observar a relação causal entre as variáveis financeiras. Agora cabe adentrar um pouco em como Minsky (1964) desenvolve a sua explicação para o fenômeno da instabilidade financeira. Primeiramente, o autor destaca que devem ser

ênfatisados três aspectos dos sistemas financeiros: o aumento das dívidas em relação à renda nos setores produtores de renda, o aumento dos preços no mercado de ações e no mercado imobiliário, e a diminuição no tamanho relativo da liquidez de última instância (*ultimate liquidity*) – a liquidez de última instância consiste nas garantias do governo à sociedade, incluindo o sistema monetário e o estoque de ouro.

O sistema financeiro é estável a determinados níveis de variação de renda e/ou de número de “calotes” de dívidas (*defaults*), desde que essas duas coisas não aconteçam em uma magnitude que leve a uma queda acentuada do preço de ativos. O sistema financeiro depende não somente da relação entre obrigações financeiras e renda, dos preços de ativos e da liquidez de última instância para se manter estável em determinadas magnitudes de queda da renda e aumento do número de agentes insolventes, mas também da capacidade do governo e do banco central de absorverem riscos e sustentarem preços em vários mercados financeiros – pode-se perceber aqui a importância das instituições no ambiente econômico, com a atuação do governo e do banco central sendo fundamentais para garantir estabilidade econômica. Uma economia teria, então, um nível máximo de combinações entre queda na renda e volume de não pagamentos de financiamentos (por período de tempo) que não desencadeariam uma crise financeira e um nível mínimo de combinações entre esses dois fatores que levariam a uma crise financeira.

Dessa forma, de acordo com o nível de não pagamento de obrigações financeiras e a magnitude de quedas nos rendimentos, a economia transitaria entre três zonas, relativas à estabilidade: estável, quase estável e instável. Finalizando essa explicação para o processo de instabilidade financeira que é abordado por Minsky (1964), é válido ponderar como se desencadeia um episódio de pânico financeiro, segundo o autor. Tendo-se um ambiente econômico “favorável” – o que consiste em:

- a) um alto volume de compromissos financeiros em relação à renda para as principais classes de agentes econômicos;
- b) preços do mercado imobiliário e mercado de ações baseados em expectativas de crescimento que refletem (não sozinhos) o potencial de crescimento real da economia e também os ganhos de capital que ocorrem à medida que os preços de ativos são ajustados para incorporar as expectativas de crescimento; e

- c) um baixo nível de liquidez de última instância em relação a outros ativos financeiros e renda –, caso ocorra (nesse ambiente “favorável”) uma queda na renda ou uma escalada dos *defaults* de contratos financeiros (mudanças inesperadas, dado o momento de euforia econômica), ocorre um momento de pânico financeiro.

Essas mudanças inesperadas nos cenários da renda e dos *defaults* financeiros, mostram a presença de um fator chave na teoria pós-keynesiana, e que é uma característica compartilhada pelos autores institucionalistas: a presença da incerteza no ambiente econômico.

Minsky (1996) destaca a relevância da incerteza no desenvolvimento da teoria macroeconômica. De acordo com o autor, a incerteza é um atributo fundamental da economia do mundo real e sua incorporação à teoria econômica faz com que não possam ser sustentadas as proposições derivadas da noção de *laissez-faire*. Minsky (1996) ressalta também a importância das instituições na tentativa de buscar uma diminuição da incerteza na economia. Haveria a necessidade de os governos remodelarem o sistema de intervenção nas economias capitalistas contemporâneas, tendo em vista proporcionar uma diminuição da incerteza no ambiente econômico, uma vez que os agentes têm uma tolerância limitada à incerteza.

O autor afirma que as políticas do *New Deal* realizadas no passado dos Estados Unidos criaram instituições que contiveram a incerteza. Entretanto, dada a evolução da economia, a efetividade das reformas do *New Deal* diminuiu com o surgimento do *money manager capitalism*, a partir de 1946 – o *money manager capitalism* seria uma forma do capitalismo com uma financeirização mais intensa e complexa do que nos períodos anteriores, onde quase todos os negócios são organizados como corporações, visando a valorização de ativos financeiros e a geração de dividendos aos seus detentores –, o qual seria responsável por um aumento acentuado da incerteza. Dado esse aumento de incerteza, as economias capitalistas contemporâneas necessitariam de novos arranjos institucionais, visando reduzir o impacto da incerteza no ambiente econômico.

Aqui fica clara mais uma semelhança do pensamento pós-keynesiano com o pensamento institucionalista, além da importância das instituições no processo econômico: ao reconhecer a perda de efetividade do arranjo institucional estabelecido no período do *New Deal* ao longo do tempo, Minsky (1996) mostra reconhecer um

aspecto neo-schumpeteriano da economia, que apresenta um comportamento dinâmico ao longo de sua trajetória. Cabe aqui ressaltar que Niggle (2006) segue o raciocínio anteriormente apresentado quando define semelhanças entre neo-schumpeterianos, institucionalistas e pós-keynesianos. Segundo o autor, nessas linhas de pensamento a economia é inerentemente instável por conta do seu caráter de incerteza, que gera instabilidade nas expectativas sobre os lucros esperados dos investimentos e sobre os preços de ativos.

Considerando-se que os mercados financeiros e a moeda são centrais na macroeconomia institucionalista e pós-keynesiana (e também na neo-schumpeteriana), ele reitera que estabilidade financeira e econômica interagem entre si e devem ser restringidas por meio de instituições adequadas. Essa importância da moeda e dos mercados financeiros seguem o raciocínio de uma teoria monetária de produção desenvolvido por Keynes. Todo esse contexto de um meio econômico permeado pela incerteza se liga a uma questão fundamental abordada na teoria pós-keynesiana: a maneira como se dá a formação de expectativas dos agentes no mundo real. Como dito anteriormente, os pós-keynesianos (assim como os institucionalistas) assumem a noção de tempo histórico, onde as expectativas são formadas por um processo não ergódico, o qual faz com que a incerteza não seja um fator passível de mensuração.

Um ponto criticável tanto por institucionalistas, quanto por pós-keynesianos, é a formação de expectativas dos agentes de maneira ergódica, onde pode-se estimar o valor esperado de variáveis econômicas de forma probabilística, baseando-se nas observações de períodos anteriores – Davidson (1991) sintetiza essa ideia de ergodicidade, onde a distribuição probabilística dos eventos passados se mantém na determinação dos eventos futuros, sendo um princípio descolado da ideia de tempo histórico, na seguinte passagem: “*The future is merely the statistical reflection of the past and economic actions are in some sense timeless*”. O processo ergódico liga a determinação de valores esperados de variáveis econômicas ao conceito de risco. Por outro lado, as expectativas no mundo real são formadas envolvendo um processo não ergódico, o qual envolve a presença de incerteza (a qual ao contrário do risco, não é mensurável) e varia ao longo do tempo, não podendo tentar ser quantificado de maneira probabilística. Nesse contexto de mundo não ergódico, aparece na teoria pós-keynesiana o quanto os contratos monetários (que reduzem a incerteza a respeito

dos valores futuros das variáveis econômicas nominais) e a preferência por liquidez são relevantes, sendo fatores fundamentais para a tomada de decisão dos agentes num ambiente permeado pela incerteza, onde estes rejeitam decisões baseadas em distribuições probabilísticas (FERRARI FILHO; CONCEIÇÃO, 2001).

Inclusive, aqui pode-se perceber o quanto a moeda se mostra como uma instituição em um sistema econômico complexo, ao contrário dos modelos econômicos da visão econômica convencional (de viés neoclássico), que por meio de simplificações e proposições axiomáticas, acaba negligenciando essa complexidade – a qual é tão buscada por institucionalistas e pós-keynesianos, objetivando estabelecer teorias econômicas não descoladas do mundo real. Assim encerra-se esta seção, que buscou apresentar e relacionar conceitos teóricos caros ao pensamento pós-keynesiano (principalmente na análise pós-keynesiana relacionada aos processos de financeirização e instabilidade financeira) e ao pensamento institucionalista, visando ressaltar as aproximações que essas duas abordagens econômicas heterodoxas possuem.

3.2.3 A Abordagem Neo-Schumpeteriana

Esta seção focará a abordagem neo-schumpeteriana⁴ e sua relação com o fenômeno das crises financeiras. Vale ressaltar aqui que ao diferenciarmos as três abordagens teóricas heterodoxas (pós-keynesiana, institucionalista e neo-schumpeteriana) e suas interpretações para o processo das crises, não se tem uma ideia de que estas tenham focos e interpretações tão distintas que não possam ser conciliadas ou corroborar em certos aspectos. Apesar de serem abordagens distintas, estas apresentam determinadas características comuns, sobretudo na maneira como se desenvolve cada vertente de pensamento, diferenciando-se da forma que é comum ao *mainstream* econômico com sua forte influência da tradição econômica neoclássica. Como foi pontuado na seção anterior, pode-se identificar um teor institucionalista na abordagem pós-keynesiana, apontando pontos comuns entre o institucionalismo e o pós-keynesianismo, e com o pensamento institucionalista e neo-schumpeteriano não é diferente.

⁴ Ao tratar desta corrente teórica, o trabalho sempre faz referência à teoria neo-schumpeteriana, por seu sentido mais geral em comparação à expressão “teoria evolucionária” – i.e., todo neo-schumpeteriano é evolucionário, mas nem todo evolucionário é neo-schumpeteriano.

Conceição (2007) ressalta que neo-schumpeterianos desenvolvem temas que são próximos ao debate institucionalista e que utilizam métodos de análise que se mostram mais de acordo com o institucionalismo norte-americano do que com a abordagem neoclássica, apesar de não serem métodos de análise necessariamente contrários aos métodos neoclássicos. Para os neo-schumpeterianos, há uma noção de trajetória dinâmica, onde o desenvolvimento econômico não pode ser corretamente explicado por um raciocínio baseado em otimização e equilíbrio. A vertente neo-schumpeteriana percebe o desenvolvimento econômico como um processo de evolução, um processo altamente *path dependent*, em que não é possível estabelecer-se um funcionamento baseado em equilíbrio único. Segundo Conceição (2007), o caráter heterodoxo da corrente neo-schumpeteriana vem desse rompimento com um arcabouço teórico equilibrista, uma vez que mesmo os modelos neoclássicos que consideram a tecnologia como variável endógena, não rompem com o aparato estático presente na visão econômica convencional.

Além disso, deve-se ressaltar a questão da inovação no funcionamento da economia e na alteração de sua trajetória, característica fundamental da influência schumpeteriana no pensamento neo-schumpeteriano. A trajetória da economia é modificada endogenamente devido às inovações, que surgem na corrida das firmas por vantagens no mercado, resultando em ganhos competitivos. Esse caráter ativo dentro do processo de concorrência, propicia uma evolução temporal da indústria e do mercado como um todo, fazendo com que seja necessária para sua análise uma visão dinâmica, fazendo com que se rompa com a análise dos modelos neoclássicos que são desenvolvidos sob soluções de equilíbrio (POSSAS, 2002). Assim, o esforço do pensamento neo-schumpeteriano é desenvolver uma teoria em que o crescimento econômico é baseado no avanço tecnológico e na formação de capital – o que pode-se observar em alguns modelos neoclássicos –, porém baseada numa noção de evolução com mudança tecnológica, onde não pode-se pressupor um equilíbrio contínuo – a qual é ausente nos modelos neoclássicos (CONCEIÇÃO, 2007).

Agora, para começar a explicar como se desenvolve a interpretação neo-schumpeteriana das crises financeiras é necessário destacar alguns elementos básicos da análise schumpeteriana: a inovação (que poderia ser definida como as novas combinações entre capital e trabalho, em suma, a ideia), o empresário (o agente da mudança) e o crédito bancário (que permite que o empresário alcance a sua meta

no processo de inovação, disseminando-a). A ação conjunta desses três fatores é o que possibilita a mudança técnica endógena à economia capitalista que corrobora a ideia destacada por Schumpeter do sistema capitalista estar em constante mutação. A interação entre esses três fatores é o que gera a chamada “destruição criadora”: as mudanças espontâneas e descontínuas que destroem a base tecnológica anterior, que é suplantada por um novo paradigma tecnológico (CAMARA, 1991).

Uma vez que o crédito bancário é importante para o desenvolvimento e implantação de inovações, as quais são fundamentais na análise econômica desenvolvida pela abordagem neo-schumpeteriana, pode-se supor que uma análise neo-schumpeteriana da instabilidade financeira tenderá a se desenvolver sobre essa dinâmica de interação entre a esfera produtiva (antro da maioria das inovações do sistema capitalista) e a esfera financeira (fundamental em propiciar recursos para que as inovações se concretizem). Primeiramente, deve-se pontuar aqui a importante distinção feita por Perez (2002) em sua análise dos ciclos de revolução tecnológica e bolhas financeiras, entre o capital financeiro e o capital produtivo.

O capital financeiro está ligado ao comportamento de agentes econômicos que mantêm sua riqueza na forma de moeda ou ativos em papel, tendo o entendimento de que manter sua riqueza sob essas formas lhes proporciona a maior probabilidade de um aumento desta. Os agentes podem operar esse capital adquirindo os mais diversos tipos de ativos financeiros, podendo receber juros, ganhos de capital ou dividendos, mas buscam manter sua riqueza sob formas que possuem grande liquidez – “[...] *their purpose remains tied to having wealth in the form of money ('liquid' or quasi-liquid) and making it grow*” (PEREZ, 2002, p. 71). Para obter os ganhos sobre esses ativos de alta liquidez são necessários intermediários financeiros, como bancos e corretoras, que permitem essa dinâmica de crescimento da riqueza sob a forma papéis de ativos. A ação desses intermediários financeiros “fazendo dinheiro do dinheiro” é o que pode ser observado como o comportamento do capital financeiro – onde, em última instância, o capital financeiro se mostra como um mecanismo para redistribuir e realocar riqueza.

Enquanto o capital financeiro redistribui e realoca riqueza, o capital produtivo, diferentemente, gera riqueza. O capital produtivo reflete o comportamento dos agentes que geram riqueza com a produção de bens e prestação de serviços. Em geral, os agentes que operam com o capital produtivo obtêm os recursos provenientes

do mercado financeiro (via empréstimos) e depois acabam por dividir a riqueza gerada por meio dessa interação entre capital produtivo e financeiro – pode haver o caso dos agentes do mercado produtivo usarem recursos próprios, desempenhando nesse caso, tanto a função de criar quanto a de distribuir riqueza. Os agentes que operam com o capital produtivo buscam aumentar cada vez mais a sua capacidade *profit-making*, o que é feito via inovação e expansão de suas atividades. Por fim, cabe aqui a passagem que explicita a diferença de mobilidade entre os capitais financeiro e produtivo:

Financial capital is mobile by nature while production capital is basically tied to concrete products, both by installed equipment with specific operational capabilities and by linkages in networks of suppliers, customers or distributors in particular geographic locations. Financial capital can successfully invest in a firm or a project without much knowledge of what it does or how it does it. Its main question is potential profitability (sometimes even just the perception others may have about it). For production capital, knowledge about product, process and markets is the very foundation of potential success. The knowledge can be scientific and technical expertise or managerial experience, it can be innovative talent or entrepreneurial drive, but it will always be about specific areas and only partly mobile (PEREZ, 2002, p. 72)

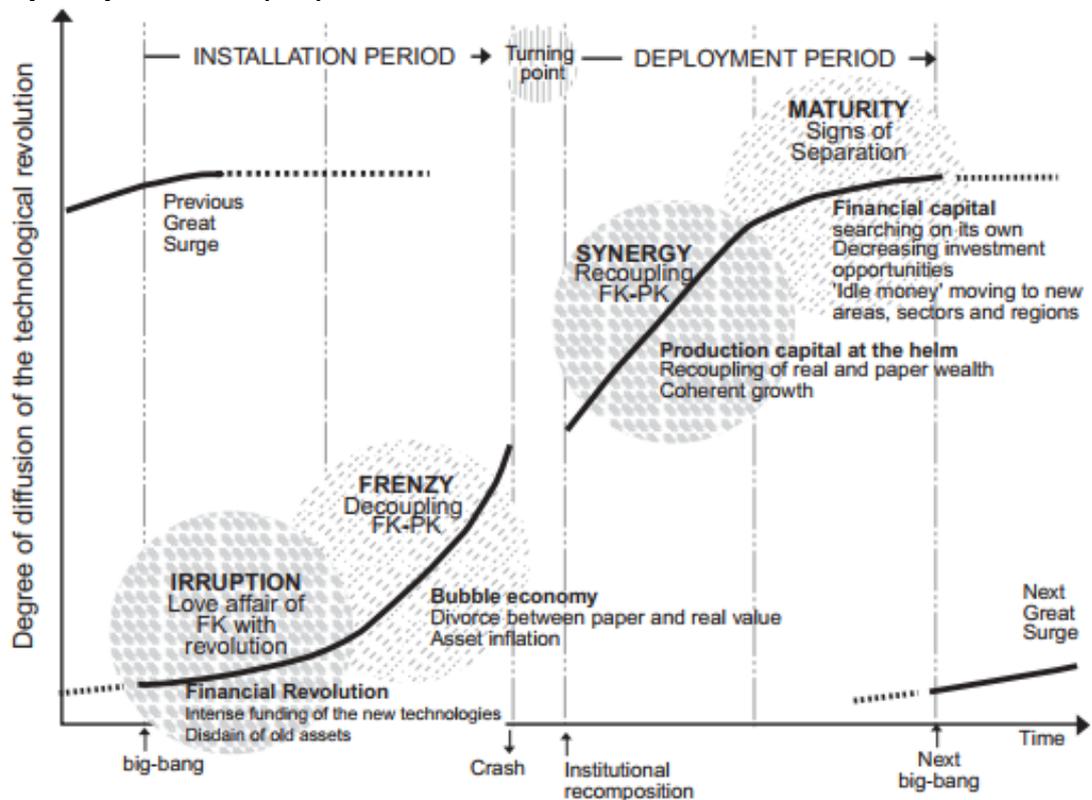
Agora que foram apresentadas as definições do capital financeiro e do capital produtivo na abordagem neo-schumpeteriana, pode-se partir para a explicação de como essa abordagem trata do fenômeno da instabilidade financeira. Primeiramente, é importante frisar que essa abordagem considera a existência de duas bolhas distintas desencadeadoras de crises econômicas e que podem se inter-relacionar: a *major technology bubble (MTB)* e a *easy liquidity bubble (ELB)*. Desencadeia-se uma *MTB* por um fenômeno do lado real da economia, quando surge um espaço de oportunidade tecnológica claramente visível para os agentes, atraindo um grande volume investimentos vindo de diversas fontes, dado o cenário que promete lucros altíssimos propiciados pela nova oportunidade tecnológica.

Por outro lado, uma *ELB* é propiciada por uma vasta disponibilidade de crédito a baixo custo, fazendo com que haja um grande montante de recursos “a procura” de uma oportunidade de especulação existente ou que possa vir a ser criada por inovações financeiras. Tanto uma *major technology bubble* quanto uma *easy liquidity bubble* geram um ambiente favorável para o surgimento de inovações financeiras. O setor financeiro é igualmente criativo ao lidar com “dinheiro ocioso” (produzindo inovações financeiras em busca de ganhos com especulação) e com oportunidades

tecnológicas, porém, os resultados para a economia são muito diferentes de acordo com o lado para o qual o mercado financeiro pende. No caso das oportunidades tecnológicas, só pode-se estabelecer um novo paradigma tecnológico se este for acomodado pelo mercado financeiro, permitindo que os novos empreendimentos se espalhem (PEREZ, 2009).

Por fim, para encerrar esta seção, precisando em que fundamentalmente se baseia a explicação neo-schumpeteriana para as crises financeiras, deve-se recorrer ao gráfico que representa o ciclo de mudança na relação entre o capital financeiro e o capital produtivo. A base da explicação neo-schumpeteriana para as crises financeiras é o descolamento entre a esfera produtiva e a esfera financeira. O ciclo de mudança na relação entre capital financeiro e produtivo é dividida em quatro fases, respectivamente: irrupção (*irruption*), frenesi (*frenzy*), sinergia (*sinergy*) e maturidade (*maturity*). A Figura 3 a seguir apresenta o gráfico com a representação das quatro fases do ciclo.

Figura 3 – Sequência recorrente na relação entre capital financeiro (FK) e capital produtivo (PK)



Fonte: Perez (2009, p. 74).

O período de instalação (período inicial do novo paradigma tecnológico) se subdivide nas fases de irrupção e frenesi, respectivamente. Primeiramente tem-se a fase marcada pela irrupção de inovações tecnológicas, que sinaliza aos agentes um grande aumento da produtividade potencial. Ao passo que os mercados começam a se saturar, com a queda das oportunidades de investimentos de risco baixo (investimentos no paradigma tecnológico em vigor), um grande montante de “capital ocioso” começa a ser investido em novos mercados (mercados com inovações tecnológicas), visando maiores lucros – ressalta-se aqui que é a queda na produtividade das técnicas já estabelecidas que seria responsável pela existência de “dinheiro ocioso”, que passa a buscar possibilidades mais lucrativas (AREND, 2012).

Com o aumento da confiança dos agentes do mercado financeiro na fase de irrupção, estes começam a aceitar a ideia de que o capital financeiro pode sobreviver por si só, gerando lucros descolado da esfera produtiva, com o capital produtivo (incluindo as indústrias inovadoras) se tornando apenas mais um objeto de especulação do mercado financeiro. A noção dos valores reais da economia fica distorcida em função do ambiente marcado pelo ganho de capital, bolhas imobiliárias e especulações do capital estrangeiro, resultando em uma incontrolável inflação de ativos somada ao crescimento acelerado do endividamento. Culmina-se com a economia entrando em colapso em função da grande desproporção entre a *real wealth* e a *paper wealth*, o volume desproporcional de lucros reais para dividendos e ganhos de capital. Esse colapso pode ocorrer em crises parciais de diversos mercados, em um grande *crash* ou com esses dois quadros se desenvolvendo ao mesmo tempo (PEREZ, 2002). Pode-se considerar o frenesi o ponto chave para a explicação do desencadeamento das crises financeiras na visão neo-schumpeteriana, é a fase em que ocorre o drástico descolamento entre o capital produtivo e o financeiro.

Após um período de colapso e recessão, tem-se o *turning point*, onde após a fase de frenesi (*frenzy*), o valor dos ativos financeiros tende a voltar aos valores reais, juntamente com uma reconexão do capital financeiro com o capital produtivo. Essa estabilização da economia é possibilitada por medidas de regulação e rearranjos institucionais, que permitem estabelecer as condições para colocar o capital produtivo no controle da economia. Depois do *turning point*, já no período de desprendimento (*deployment*), as esferas produtiva e financeira começam funcionar harmoniosamente. Na fase de sinergia (*sinergy*), sob as condições econômicas

adequadas, o capital financeiro passa a atuar fortalecendo o capital produtivo, dando suporte para permitir um crescimento econômico real. Ao fim do período de desprendimento, tem-se a fase de maturidade (*maturity*), na qual setores de alta produtividade e rápido crescimento começam a chegar aos limites de produtividade e dos mercados.

O capital produtivo passa a buscar alternativas tentando obter maior lucratividade, como a migração geográfica, por exemplo (tendo o suporte do capital financeiro nessa busca por alternativas de mais lucrativas). Sem a possibilidade de investimentos atrativos, os lucros começam a se converter em “dinheiro ocioso”, o qual na busca por negócios lucrativos começa a ser empregado em empréstimos externos e inovações tecnológicas radicais. Assim se encerra o ciclo de mudanças na relação entre capital financeiro e capital produtivo, com os empréstimos externos tendendo a levar, posteriormente, a crises de dívida externa e à busca por novas tecnologias, iniciando uma nova revolução tecnológica (PEREZ, 2002). Com isso, encerra-se esta seção, que apresentou como a abordagem neo-schumpeteriana interpreta as crises financeiras.

3.3 CONCLUSÃO

Dada essa exposição de diferentes correntes teóricas, abordando as visões do *mainstream* econômico e as visões heterodoxas das crises financeiras, deve-se concluir este capítulo assinalando alguns pontos relevantes a respeito dessas duas visões. Primeiramente, tratando-se das visões convencionais é interessante perceber o caráter *ex post* e *ad hoc* das análises teóricas convencionais. As análises convencionais são elaboradas sempre após grandes episódios de crises financeiras, elaborando explicações de caráter mutável, onde a cada novo episódio de um mesmo fenômeno, emergem diferentes explicações – explicações estas elaboradas com o propósito de explicar apenas uma determinada ocorrência do fenômeno, não de estabelecer uma teoria que explique o processo de instabilidade financeira.

Nesse contexto, as análises feitas por Taylor e Greenspan surgem em decorrência da crise do *subprime*, buscando compreendê-la. Apenas a interpretação de Krugman, baseada na ideia de risco moral, se apresenta em um caráter um pouco menos *ad hoc* – seguindo uma interpretação estabelecida antes da crise de 2007-

2008. Vale lembrar também que as três visões convencionais compartilham um viés neoliberal, fortemente influenciados pela teoria dos mercados eficientes. Por outro lado, as visões não convencionais se mostram mais interessadas em estabelecer teorias capazes de explicar o fenômeno das crises financeiras e mostram uma certa convergência em determinados aspectos.

Primeiramente, o pensamento institucionalista e o pós-keynesiano mostram convergir ao percebermos que, apesar da economia institucional não apresentar uma análise específica para as crises financeiras, a análise pós-keynesiana contém diversos aspectos institucionalistas. Em segundo lugar, tanto a análise neo-schumpeteriana quanto a pós-keynesiana estabelecem suas teorias sobre uma noção de ciclos econômicos envolvendo *booms* no mercado financeiro ligados a momentos de euforia econômica, criando bolhas financeiras – as quais posteriormente estouram e revertem o ciclo temporariamente. Ambas as análises ressaltam que um grande aumento da instabilidade financeira está ligado ao protagonismo que a especulação financeira ganha na economia à medida que a atividade especulativa se intensifica.

Por fim, vale destacar que as três correntes teóricas heterodoxas abordadas neste capítulo – pós-keynesiana, institucionalista e neo-schumpeteriana – baseiam suas análises em pressupostos distintos das análises convencionais (que estabelecem seus pressupostos baseadas em um forte viés neoclássico), não se apoiando na teoria de eficiência dos mercados. Assim encerra-se o capítulo 3, que teve como objetivo expor as relações das abordagens econômicas *mainstream* e das abordagens econômicas heterodoxas com o fenômeno das crises financeiras, de forma a clarificar os pontos em que se assemelham e se diferenciam. O próximo capítulo se dedica a explicar especificamente as contribuições da teoria minskyana sobre o tema da instabilidade financeira, sobretudo explorando a hipótese da fragilidade financeira.

4 A TEORIA MINSKYANA

Este capítulo se dedica a apresentar a hipótese da fragilidade financeira, elaborada por Minsky. O autor pode ser considerado a principal referência da vertente pós-keynesiana em desenvolvimentos teóricos que buscam compreender o processo de instabilidade financeira. Dessa forma, este capítulo amplia a apresentação da interpretação pós-keynesiana das crises financeiras, porém dedicando-se a explicar especificamente a teoria desenvolvida por Minsky para tratar de tal fenômeno.

Inicialmente, expõe-se o cerne do raciocínio da hipótese da fragilidade financeira, apresentando-se a ideia da dinâmica de financiamento das economias capitalistas e definindo as três clássicas posições de financiamento utilizadas na teoria minskyana – *hedge*, *especulativa* e *Ponzi*. A partir disso, pode-se compreender melhor a noção de instabilidade financeira elaborada por Minsky, ligada a questão dos compromissos financeiros assumidos pelos agentes econômicos e às diferentes margens de segurança que podem (ou não) ser assumidas por estes em seus financiamentos. Posteriormente, faz-se uma discussão a respeito do *Big Government*, apresentando a relevância deste e de suas ações no funcionamento do setor bancário e do setor financeiro como um todo, e mostrando como se dá a dinâmica de funcionamento do setor bancário e como este setor afeta a estabilidade financeira da economia.

A partir da discussão sobre o *Big Government*, é exposta a importância que suas políticas desempenham sobre a estabilidade financeira, mostrando como suas ações podem influir sobre comportamentos desestabilizadores por parte de determinados agentes. Assim, apresenta-se qual é a relação da política monetária e da política fiscal com o processo de instabilidade financeira, de acordo com o desenvolvimento teórico de Minsky. Ao final do capítulo, faz-se uma breve seção conclusiva a respeito da exposição da hipótese da fragilidade financeira realizada.

4.1 A HIPÓTESE DA FRAGILIDADE FINANCEIRA

Para interpretar a questão das crises financeiras pela ótica pós-keynesiana faz-se obrigatória a abordagem dos trabalhos de Minsky, autor com vasta contribuição sobre o tema da instabilidade financeira em suas obras. Vale lembrar aqui que

questões como noção de incerteza, moeda não neutra, demanda efetiva, entre outras – apresentadas na seção 3.3.1 –, são fundamentais para compreender como se desenvolve a teoria minskyana. Os desenvolvimentos teóricos feitos por Minsky se baseiam nesses princípios e se estabelecem como teoria chave para explicar o fenômeno da instabilidade financeira em si (na abordagem pós-keynesiana), principalmente por meio da hipótese de fragilidade financeira desenvolvida pelo autor (MINSKY, 2008).

A hipótese da fragilidade financeira elaborada por Minsky (2008) destaca que a mudança do perfil de compromissos financeiros dos agentes econômicos é o grande fator responsável por mudanças na estabilidade financeira de uma economia. Quanto maior a quantidade de agentes econômicos que opta por assumir posições de financiamento mais arriscadas, dependendo fortemente do sistema de crédito para sustentá-las, maior será o grau de fragilidade financeira de uma economia. Assim, para continuar nossa explanação a respeito do pensamento minskyano, cabe definir as três posições de financiamento clássicas utilizadas pelo autor: *hedge*, *especulativa* e *Ponzi*. Essas posições se diferem pela margem de segurança adotada em cada um desses perfis de financiamento. A margem de segurança, segundo Terra, Ferrari Filho e Conceição (2010), pode ser definida como “a relação entre os fluxos de receitas esperadas – que se tornam fluxos de caixa para as unidades econômicas – e os compromissos financeiros contratados”. Ou seja, a margem de segurança pode ser considerada a diferença entre a receita esperada no futuro e o compromisso financeiro assumido no presente.

Nas três posições de financiamento utilizadas por Minsky, a posição *hedge* é a que possui uma maior margem de segurança, seguida pela *especulativa* e culminando na *Ponzi*, a posição mais arriscada em termos de margem de segurança. Um agente encontra-se em posição *hedge* quando as receitas esperadas são suficientes para arcar com os juros e as amortizações (pagamento do principal da dívida) nos períodos futuros. Caracteriza-se em posição *especulativa* o agente com receitas esperadas suficientes apenas para arcar com os juros de seus compromissos financeiros, necessitando de refinanciamentos de parte de suas dívidas (sendo, com esses novos financiamentos, capaz de realizar a chamada “rolagem da dívida”). Por fim, na posição *Ponzi* – que pode ser considerada um caso extremo da posição *especulativa* – a receita esperada dos agentes não é suficiente para arcar sequer com o montante de

juros de suas obrigações financeiras, precisando (assim como o agente *especulativo*) tomar novos empréstimos para cumprir seus compromissos financeiros (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2003).

Como destacado por Paula e Alves Júnior (2003), as unidades *hedge* seriam mais conservadoras, estando menos dependentes dos fatores de financiamento do mercado do que as posições *especulativa* e *Ponzi*. Uma unidade *hedge* não é dependente de refinanciamentos das suas obrigações financeiras, então, via de regra, em um caso de aumento da taxa de juros ou até mesmo da impossibilidade de novos empréstimos pelos credores, essa unidade tende a não ter problemas em conseguir cumprir suas obrigações financeiras (lembrando que o aumento do juros, não afetariam os juros dos compromissos já assumidos, não encarecendo essas obrigações financeiras). No caso de uma unidade *especulativa*, devido a necessidade de refinanciamentos, um aumento da taxa de juros provoca uma elevação das dívidas assumidas, e no caso de uma contração de crédito, impossibilita a realização de refinanciamentos e rolagem da dívida. Por fim, uma unidade *Ponzi*, já apresenta obrigações financeiras com um comportamento crescente ainda que as taxas de juros e a disponibilidade de crédito se mantenham inalteradas nos períodos futuros ao contrato das dívidas. Caso haja um aumento na taxa de juros, o montante da unidade *Ponzi* cresce em um ritmo ainda maior, dependendo da possibilidade de refinanciamento (e, conseqüentemente, da disponibilidade de concessão de novos créditos) para não se tornar insolvente.

Assim, pensando no aspecto de margem de segurança, podemos classificar na ordem: *hedge*, *especulativo* e *Ponzi*, do perfil mais seguro para o menos seguro, os agentes com obrigações financeiras a serem pagas. O agente *hedge* é o mais distante e o *Ponzi* o mais próximo de poder vir a se tornar insolvente. Na hipótese da fragilidade financeira, destaca-se que uma crise financeira tem origem no fato de grande parte dos agentes de uma economia se tornarem insolventes, causando um não pagamento generalizado das dívidas contraídas, o que leva a um colapso financeiro. O que faz com que a economia de um país tenha uma instabilidade financeira maior ou menor é a quantidade de agentes que assumem posições de financiamento mais arriscadas. Quanto maior o número de agentes em posições financeiras mais arriscadas, como *especulativa* e, principalmente, *Ponzi*, maior é o grau de instabilidade econômica (MINSKY, 2013).

Com base na clássica contribuição de Minsky (2008), pode-se formalizar as estruturas financeiras *hedge*, *especulativa* e *Ponzi* por meio de uma equação e algumas inequações. A representação destas três estruturas de financiamento baseia-se na seguinte equação (com $\tau < 1$ para todo i):

$$CC_i = \tau(\overline{Q_i} - \lambda\sigma_{Q_i}^2) \quad (2)$$

Onde CC_i corresponde aos compromissos contratuais dos financiamentos, τ seria a variável correspondente à margem de segurança (quanto menor o τ , maior a margem de segurança), Q_i representa os *quasi-rents*⁵ e $\sigma_{Q_i}^2$ a variância entre as expectativas dos empresários e dos banqueiros. A variável i indica o período de tempo dos fluxos de caixa. A partir disso, uma estrutura de financiamento do tipo *hedge* seria representada pela seguinte desigualdade (com $\tau < 1$, para todo i):

$$CC_i < \tau(\overline{Q_i} - \lambda\sigma_{Q_i}^2) \quad (3)$$

Considere agora t o total de períodos de tempo para o cumprimento das obrigações financeiras de um agente. No caso de uma estrutura financeira *especulativa*, os *quasi-rents* esperados em alguns períodos não são suficientes para cobrir os encargos financeiros. Nesses períodos ($i < t$) a relação dos fluxos de caixa seria representada pela inequação 4. Isso ocorre geralmente nos períodos iniciais, o que implica na necessidade de refinanciamento de parte do principal da dívida, refinanciamento esse que costuma ser uma dívida de curto prazo. Nos outros períodos ($i \geq t$), a renda esperada é superior aos encargos financeiros, podendo esses períodos serem representados pela inequação 5 (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2003).

$$CC_i > \tau(\overline{Q_i} - \lambda\sigma_{Q_i}^2) \quad (4)$$

$$CC_i \leq \tau(\overline{Q_i} - \lambda\sigma_{Q_i}^2) \quad (5)$$

⁵ *Quasi-rent* seria um conceito de lucro bruto, basicamente o valor resultante da subtração dos custos de mão-de-obra e matéria-prima, por unidade de produto, do preço de uma unidade desse produto. Em português costuma ser denominado "excedente operacional".

Por fim, um fluxo de caixa do tipo *Ponzi* seria representado também pela inequação 4, porém para praticamente todos os períodos de tempo (na maioria dos casos para todos os períodos de tempo, entretanto podem ocorrer exceções) – para todo i , exceto $i = n$ (?) –, onde os compromissos financeiros são constantemente maiores que os *quasi-rents* esperados, de maneira que apenas poderia-se honrar com os financiamentos no caso de elevados ganhos atípicos em um determinado período de tempo. De acordo com Minsky (2008), esses casos de solvência de agentes em posição financeira *Ponzi* só ocorreriam sob determinadas taxas de juros e com a ocorrência de alguns eventos favoráveis. Apesar de exemplos improváveis de unidades de financiamento *Ponzi* que conseguem arcar com suas obrigações financeiras ocorrerem, o autor ressalta que um aumento no número de estruturas de financiamento do tipo *Ponzi* em uma economia é um indicador de uma tendência de trajetória rumo à fragilidade financeira.

Desse modo, a teoria apresenta que, para uma economia não caminhar para um grande número de agentes em situações de financiamento mais arriscadas (tendo uma migração de agentes financiados da posição *hedge* para a *especulativa*, e da *especulativa* para a *Ponzi*), a economia tem de garantir uma sustentação de lucros e os chamados *mark-ups* (diferença entre o preço de mercado e os custos operacionais diretos) no mercado, de maneira a garantir a solvência de grande parte dos agentes e a validação dos ativos de diversos tipos de negócios; garantindo um equilíbrio no sistema de financiamento, uma vez que o sistema de financiamento é inerente e fundamental ao funcionamento de um sistema capitalista de produção.

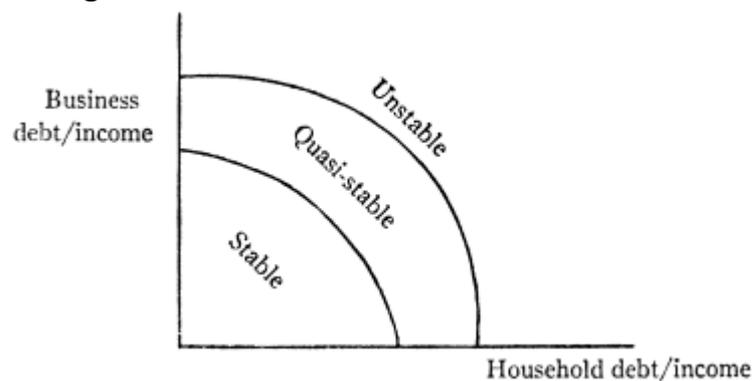
Cabe pensar que tipo de fatores, podem levar os agentes de uma economia de posições financeiras mais seguras para mais arriscadas. Como dito por Paula e Alves Júnior (2003), o aumento da taxa de juros pode ser uma delas, causando um aumento nos custos de refinanciamento. Porém, cabe aqui destacar a principal ideia de Minsky (2013) em sua hipótese da fragilidade financeira, a ideia de que a instabilidade financeira é um fator endógeno, causado pelo próprio funcionamento da economia. Aqui deve-se ressaltar que o funcionamento de uma economia capitalista tende a levar a ciclos econômicos de estabilidade e instabilidade, onde uma é, simultaneamente, causa e efeito da outra. A ideia minskyana é de que uma conjuntura econômica estável gera, na busca por maiores lucros, uma tendência de os agentes econômicos assumirem posições financeiras mais arriscadas. Esse raciocínio pode ser sintetizado

na seguinte passagem:

In a system dominated by hedge finance, the pattern of interest rates [...] are such that profits can be made by intruding speculative arrangements. The intrusion of speculative relations into a system of mainly hedge financing of positions increases the demand for assets and therefore raises asset values – that is, it leads to capital gains. A regime in which capital gains are being earned and are expected is a favorable environment for engaging in speculative and Ponzi finance. Profit opportunities within a robust financial structure make the shift from robustness to fragility an endogenous phenomenon (MINSKY, 2008, p. 234).

Esse trecho apresenta o raciocínio de Minsky de que a estabilidade gera a instabilidade no ambiente econômico. Assim, coloca-se a ideia de que a instabilidade é um processo econômico endógeno e que não pode ser evitado. Minsky (1964) destaca que ao longo de seu funcionamento normal, a economia transita entre três zonas de estabilidade financeira: estável, *quasi-estável* e instável. O que gera a alternância entre essas três zonas são alterações na proporção dívida/renda dos agentes econômicos. No gráfico representado na Figura 4, é ilustrada essa ideia, utilizando a razão entre compromissos financeiros e renda das famílias e das empresas:

Figura 4 – Zonas de estabilidade financeira



Fonte: Minsky (1964)

De certa maneira, dado o funcionamento normal de uma economia, “quando não se está em uma conjuntura econômica instável, tende-se a estar caminhando para tal”, como fruto do processo de deterioração financeira causado pelo ambiente de estabilidade econômica e, o que acaba gerando novos momentos de estabilidade, seriam justamente os momentos de instabilidade econômica. Pois, como ressalta

Minsky (2008), após uma crise financeira, os agentes passam a evitar as posições *especulativa* e *Ponzi*. Sendo assim, após uma recessão causada por uma crise financeira, a economia se restabelece com uma estrutura financeira mais robusta do que quando ocorreu a crise.

Exposta essa noção de tendência a haver ciclos econômicos, onde a estabilidade gera instabilidade e a instabilidade nova estabilidade, cabe destacar que existem fatores que contribuem para o aumento de uma ou outra. Para a presente análise, é importante destacar o que pode influenciar para a desestabilização econômica – para tal, é fundamental a análise da atuação dos bancos centrais como emprestadores de última instância. Na iminência de uma crise financeira (com instituições privadas do sistema financeiro não tendo condições de arcar com suas obrigações financeiras e podendo tornar-se insolventes), os bancos centrais injetam reservas no sistema bancário buscando prevenir uma quebra do sistema financeiro (MINSKY, 2008). Tal atuação dos bancos centrais segue a percepção do “*too big to fail*”, onde o resgate ao sistema bancário é necessário (em busca de estabilidade financeira), sustenta os lucros e o emprego e, assim, à custa de grandes déficits governamentais, impede processos de deflação de ativos e depressão econômica (recessão por um período prolongado). Busca-se impedir que uma recessão econômica se transforme em depressão econômica remediando a crise financeira e interrompendo a tendência econômica recessiva derivada de tal.

Porém, ao mesmo tempo que a atuação do banco central possibilita a estabilização da economia, acaba por incentivar um comportamento mais arriscado por parte do sistema financeiro. Uma vez que a atuação dos bancos centrais freia uma crise financeira e sustenta o sistema bancário, acaba por gerar um incentivo ao setor bancário expandir suas atividades após uma crise, com inovações financeiras e mais uma vez assumindo posições financeiras arriscadas. Ou seja, com a atuação de bancos centrais para buscar estabilidade econômica, os agentes do setor financeiro não mais passam a assumir posições financeiras mais seguras após momentos de instabilidade, como seria esperado que ocorresse no caso de não haver a atuação de um *Big Government*. Para que a atuação dos bancos centrais como emprestadores de última instância não funcione reforçando a postura das instituições financeiras em assumir posições financeiras mais arriscadas, Minsky (2013) sugere que a autoridade monetária deve assumir um papel de supervisão e controle do mercado financeiro.

Essa supervisão teria como principal foco a regulação da quantidade de ativos dos bancos privados e da taxa de crescimento deste volume de ativos. A teoria minskyana sugere que o grande instrumento a ser utilizado para combater a instabilidade financeira não deve ser a política monetária, mas sim uma maior fiscalização e supervisão do setor bancário, supervisão essa que deve se focar em controlar a proporção entre capital próprio e ativo total dos bancos privados. Minsky (2013) sugere que se uma autoridade monetária for mais efetiva na supervisão e capaz de impor determinados limites às operações do sistema bancário e de outros intermediários financeiros, estará em melhores condições de prevenir problemas gerados por momentos de euforia econômica. Assim, percebe-se a ideia minskyana da necessidade de uma mudança institucional, com a autoridade monetária se focando em tomar ações prudenciais para evitar o caos financeiro, em lugar de medidas corretivas após momentos de grande instabilidade financeira – destacando-se a necessidade de vigilância do grau de alavancagem do setor bancário privado.

Entretanto, caso não ocorra essa mudança institucional em relação ao funcionamento dos bancos centrais, podemos observar que políticas corretivas das autoridades monetárias em busca de controlar a instabilidade financeira acabam por assegurar uma estabilidade presente, incentivando comportamentos que tendem a gerar uma nova instabilidade futura. Além disso, um novo ciclo de expansão das atividades financeiras, após um momento de crise a qual é interrompida pela atuação do prestador de última instância, é seguido de um aumento da inflação. Tal aumento inflacionário ocorre porque as inovações financeiras e o maior grau de alavancagem das instituições financeiras privadas, que desencadearam um momento de instabilidade financeira, aumentam a quantidade de moeda na economia e, dada a atuação do prestador de última instância, acabam por serem validados.

Se por um lado, o banco central e a política monetária podem atuar em busca de cessar um quadro de grande instabilidade financeira, por outro, a política fiscal também impacta na instabilidade financeira, tendo potencial para atuar contra esta – em função do efeito dos déficits públicos na sustentação dos lucros –, na noção minskyana. Dentro da discussão sobre lucros e *mark-ups dentro* da teoria pós-keynesiana de Minsky (2013), o sistema de preços funciona de forma distinta da contida no pensamento neoclássico. Na teoria neoclássica, as funções dos preços são sinalizar demandas (sinalizando demandas maiores, quando os preços são mais

altos, e menores, quando estes são mais baixos) e, como principal função, determinar os termos de troca (de maneira que a quantidade de bens produzidos seja totalmente consumida no mercado, dados esses termos de troca).

Quando coloca-se que a principal função da variável preço é estabelecer os termos de troca de uma economia, podemos perceber que os preços absolutos acabam por não ter grande importância dentro da teoria, mas sim os preços relativos, uma vez que os termos de troca mudam apenas se houver uma mudança de preços relativos dentro da economia – se houver uma mudança dos preços absolutos não acompanhada por uma alteração de preços relativos, os termos de troca mantêm-se os mesmos. O pensamento neoclássico, por ignorar as relações financeiras e a validação dos preços dos ativos de capital que devem ocorrer para um coerente funcionamento da economia, acaba por dar pouca importância para a função dos preços na determinação dos lucros. Por não considerar dívidas e contratos determinados em moeda (ou seja, finanças em geral) como um ponto importante dentro da teoria, além de também não colocar a trajetória que preços e lucros percorrem como um fator de grande relevância no comportamento da economia, os preços absolutos tornam-se poucos relevantes no que tange ao cerne da teoria neoclássica.

No pensamento minskyano, que considera o aspecto financeiro da economia, com seus fluxos de caixa estabelecidos contratualmente, em uma economia onde o meio produtivo está altamente ligado ao universo financeiro – onde se tem diversos fluxos de caixa que estão relacionados entre si, com os diversos agentes econômicos estabelecendo vários compromissos financeiros uns com os outros – os preços desempenham funções diferentes das do pensamento neoclássico. Para Minsky (2013), os preços não devem apenas ser responsáveis por alocar recursos e ajustar o mercado. Nessa linha do pensamento pós-keynesiano, os preços devem: assegurar a geração de excedentes no mercado e os retornos (lucros) dos ativos de capital, garantir uma consistência entre os custos de produção e os valores de mercado desses ativos, e garantir a solvência das dívidas empresariais (cumprimento das obrigações financeiras por parte das empresas). Nesse contexto, o sistema de preços deve tanto coordenar, quanto validar os investimentos produtivos (a chamada validação de ativos).

Nesse raciocínio, o sistema de preços deve permitir que os agentes devedores

saldem seus compromissos financeiros, uma vez que os investimentos são financiados, ou seja, o sistema de preços deve gerar fluxos de caixa – lucros e *quasi-rents*) em escalas que permitam valorizar os ativos de capital, validar as obrigações financeiras empresariais e gerar recursos para serem investidos. Devido aos seus compromissos financeiros as empresas buscam incluir nos preços de seus produtos um excesso de fluxo de caixa, acima dos custos operacionais diretos, visando poder ser capaz de honrar tais obrigações financeiras. Com isso, em razão do seu poder de mercado, as empresas incluem *mark-ups* sobre os custos operacionais diretos de seus produtos (ou seja, uma parcela dentro do preço do produto, que excede seus custos operacionais diretos), tendo em vista poder saldar suas dívidas contraídas.

Aqui pode-se perceber que caso os compromissos financeiros empresariais comecem a não ser cumpridos, tende-se a caminhar para um efeito em cadeia de agentes insolventes, o que resultaria em um aumento da instabilidade financeira da economia (aumento dessa instabilidade que será tão maior, quanto a quantidade e o tamanho de mercado desses agentes insolventes). Assim, podemos perceber a importância que o nível de preços, os lucros e os *mark-ups* têm dentro da economia capitalista moderna e, é essa importância e um pouco do funcionamento desses fatores que se busca explicar adiante, com o auxílio de algumas equações de relações macroeconômicas. Podemos colocar a equação macroeconômica que representa a soma dos lucros da economia de um país como:

$$\pi = I + Df - BTDf \quad (6)$$

Onde π representa o total de lucros da economia do país, I representa o produto do investimento, Df o déficit público e $BTDf$ representa o déficit na balança comercial. Por produto do investimento tem-se:

$$I = P_I Q_I \quad (7)$$

Em que P_I e Q_I são, respectivamente, o preço e as quantidades produzidas de bens de investimento. Além disso, para a sustentação dos *mark-ups*, necessita-se de uma sustentação dos preços no mercado. A equação de preços utilizada por Minsky (2013) é:

$$P_C = \frac{W_C}{A_C} \left(1 + \frac{W_I N_I + Df - BPDf + T_\pi - \pi_G - \pi_X}{W_C N_C} \right) \quad (8)$$

Onde P_C é o preço dos bens de consumo; W_C e W_I são as taxas de salários pagas nos setores produtores de bens de consumo e bens de investimento, respectivamente; N_C e N_I níveis de emprego desses dois setores, respectivamente; T_π o montante de tributação sobre lucros; π_G lucro gerado na produção destinada ao governo; π_X o lucro gerado na atividade exportadora; e A_C a produtividade do trabalho no setor de bens de consumo. A equação da produtividade do trabalho no setor de bens de consumo é representada por:

$$A_C = \frac{Q_C}{N_C} \quad (9)$$

Em que Q_C e N_C são a quantidade de bens de consumo produzidos e o nível de emprego no setor de bens consumo, respectivamente. Seguindo dentro desta teoria, para a sustentação de lucros e *mark-ups* em uma economia se tem duas equações – a equação de lucro e a de preços, apresentadas anteriormente – nas quais o déficit público tem grande importância para tal sustentação (e consequente validação dos ativos). Além disso, o déficit público também tem grande relevância para o investimento (o qual também influi na equação de *mark-ups* e na de lucros), pois esse déficit em muitos casos pode incorrer em investimentos por parte do setor público. Devido a essa relação, permite-se observar que a política fiscal tem efeito tanto sobre o volume de atividade econômica, influenciando sobre o nível de produto, quanto na questão da instabilidade financeira de uma economia, mantendo um nível de preços e lucros que validam as estruturas financeiras dos agentes. Fica claro aqui que a atuação do governo no âmbito fiscal também é relevante na definição de arranjos institucionais adequados, que busquem maior estabilidade financeira, não reforçando comportamentos arriscados dos agentes em relação às suas posições financeiras.

4.2 CONCLUSÃO

Com este capítulo, foi possível apresentar a teoria desenvolvida por Minsky para compreender a dinâmica da instabilidade financeira, provavelmente a maior

contribuição da corrente pós-keynesiana no tema das crises financeiras. Por meio da apresentação da maneira como os contratos financeiros influem na economia, pôde-se perceber como estes podem torná-la mais ou menos instável de acordo com o ambiente econômico, dado o comportamento e as expectativas dos agentes. Formalizou-se as três posições clássicas de financiamento utilizadas pelo autor (*hedge*, *especulativa* e *Ponzi*), mostrando como a concentração de agentes econômicos em cada uma delas pode influir no grau de fragilidade financeira da economia.

Além disso, foi apresentado como eventos não esperados pelos agentes podem mudar sua posição de financiamento (como um aumento da taxa de juros, por exemplo), fazendo-os transitar de posições com maior margem de segurança para posições com menor margem de segurança – podendo inclusive, de acordo com as circunstâncias do mercado de financeiro, virem a tornar-se insolventes, caso não haja possibilidade de refinanciamento. Dessa maneira, foi possível perceber a importância que a possibilidade de refinanciamento tem na economia, tanto antes quanto depois de algum tipo de choque não esperado pelos agentes. Inclusive, na questão da importância de fontes de financiamento no caso de algum tipo de choque econômico, Minsky apresenta a relevância do *Big Government* e da sua atuação como prestador de última instância (*lender of last resort*) em momentos de grande instabilidade no setor financeiro, de maneira a impedir a irrupção de crises ou diminuir sua magnitude caso ocorram.

Ao tratar do *Big Government*, Minsky aponta como este tem o potencial tanto de prevenir quanto de reforçar comportamentos desestabilizadores por parte dos agentes econômicos. Neste ponto, pode-se perceber que políticas da autoridade monetária como, por exemplo, a atuação como prestador de última instância do setor bancário, sem a devida regulação e supervisão dos bancos privados; pode fazer com que o setor bancário atue sempre de forma arriscada – por contar com o salvamento por parte da autoridade monetária em caso de risco de falência. Mas fica claro que a condução de uma política monetária adequada é essencial para o controle da instabilidade financeira na visão minskyana.

Ainda sobre a atuação do *Big Government*, apresenta-se ao final da seção anterior que a política fiscal do governo também tem potencial para ajudar a conter a instabilidade financeira, por meio de déficits governamentais (como apresentado pelas

equações utilizadas por Minsky em sua obra que trata da hipótese da fragilidade financeira). Por fim, é importante destacar que a teoria minskyana ressalta a importância da criação de um arranjo institucional adequado para lidar com o problema da instabilidade financeira, mostrando o teor institucionalista contido na obra do autor – e que é presente na interpretação pós-keynesiana das crises financeiras como um todo –, e destacar um princípio fundamental, sobre o qual essa teoria se desenvolve: a instabilidade financeira é intrínseca ao funcionamento de uma economia capitalista, é uma característica sistêmica. Dentro da teoria minskyana, a instabilidade financeira é característica inerente ao capitalismo e não uma falha de mercado ou algum choque exógeno – de acordo com esse arcabouço teórico, a instabilidade financeira é endógena.

Assim encerra-se este capítulo, que buscou apresentar especificamente a hipótese da fragilidade financeira desenvolvida por Minsky. Após a apresentação dessa teoria específica dentro da vertente pós-keynesiana (e principal contribuição dos autores pós-keynesianos no estudo da instabilidade financeira), finaliza-se a exposição das análises teóricas para o fenômeno das crises financeiras que o trabalho se propôs a abranger e comparar. No próximo capítulo, será apresentada a conclusão do presente trabalho, ressaltando as principais diferenças entre as abordagens teóricas apresentadas e verificando se é possível estabelecer que há uma abordagem que possa ser considerada uma interpretação mais adequada para lidar com o fenômeno das crises financeiras.

5 CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo realizar uma comparação entre as análises do fenômeno das crises financeiras feitas por distintas abordagens teóricas. Essas abordagens foram separadas em duas visões econômicas: a visão convencional (do *mainstream* econômico) e a visão não convencional (baseada nas correntes econômicas heterodoxas). O propósito dessa comparação foi verificar a possibilidade de estabelecer que um dos referenciais teóricos apresentados como mais adequado para o estudo de tal fenômeno. Assim, encerra-se este trabalho neste capítulo conclusivo, verificando se uma das abordagens apresentadas se mostra como um instrumental teórico mais consistente para o estudo do fenômeno das crises financeiras e, caso isso ocorra, ressaltando qual é este e porque ele se apresenta como mais adequado para este estudo.

Após um capítulo introdutório, o trabalho traz uma exposição histórica das crises financeiras no capítulo 2, abordando dois casos: o da crise de 1929 e o da crise de 2007-2008. Escolhe-se esses dois episódios históricos por poderem ser considerados os dois maiores colapsos do sistema financeiro até o atual momento. Assim, faz-se uma contextualização histórica do fenômeno a ser estudado, permitindo perceber em que tipo de ambiente e condições este costuma ocorrer e como se desenvolve o processo de instabilidade financeira na economia. Essa exposição histórica se focou no estabelecimento das crises e seus efeitos dentro dos EUA e permitiu perceber que essas duas crises se assemelham fundamentalmente, nas condições do ambiente econômico no momento pré-crise e ao longo dela.

Enquanto isso, foi possível notar que a grande diferença entre a crise de 1929 e a crise de 2007-2008 se deu nas reações do governo a cada uma delas (as políticas econômicas adotadas pelo governo norte-americano após cada uma dessas crises foi bastante diferente). A respeito dos aspectos semelhantes, tanto a crise de 1929 quanto a crise de 2007-2008 apresentam no momento pré-crise: (a) um sistema financeiro e bancário altamente desregulado e pouco fiscalizado; (b) a presença de inovações financeiras que reforçam a atividade especulativa; (c) um momento de euforia econômica, com expectativas de ganhos bastante otimistas por parte dos agentes e (d) grande oferta de crédito. Além disso, ambas as crises irrompem em função da ocorrência de eventos não esperados pelos agentes econômicos. Tanto na crise de 1929 quanto na crise de 2007-2008, os agentes são surpreendidos por uma

contração na oferta de crédito – e no caso da crise de 1929, também são surpreendidos por uma forte queda no nível de preços do mercado de ações. É a partir desses eventos inesperados que ocorre uma busca dos agentes por liquidez (aumenta a preferência por liquidez), resultando em um processo de deflação de ativos nesses dois episódios históricos.

Sobre as diferenças entre as duas crises, deve-se destacar as políticas adotadas pelo governo norte-americano em cada época. Após a crise de 1929 o governo dos EUA se recusa a adotar uma política fiscal expansionista, em um momento em que perseguia o equilíbrio fiscal, sendo avesso a expandir os gastos governamentais. Ao mesmo tempo, o governo também recusa a se utilizar de uma política monetária expansionista contundente, pois era contrário a grandes impactos inflacionários e de desvalorização cambial do dólar (permitindo no máximo uma limitada redução das taxas de juros). Já como reação à crise de 2007-2008, o governo dos EUA adota políticas distintas, mostrando ter uma visão econômica diferente da apresentada durante a crise de 1929.

No caso da crise de 2007-2008, percebe-se presente a mentalidade do “*too big to fail*”, que ressalta a importância sistêmica de grandes instituições financeiras. No campo da política monetária, o governo incorre tanto em medidas de política monetária convencional (com uma redução das taxas de juros pelo *Fed*, visando aumentar a oferta de crédito) quanto nas chamadas políticas monetárias não convencionais (*quantitative easing*) – com a compra de ativos e provisão de liquidez a grandes instituições financeiras por parte do *Fed*. A respeito da política fiscal, é importante destacar que o governo norte-americano – visando conter os efeitos recessivos da crise de 2007-2008 – adotou uma política fiscal expansionista, para estimular a demanda agregada.

Após esse capítulo de maior teor histórico, segue-se o capítulo 3, que apresenta as abordagens explicativas para as crises financeiras da visão econômica convencional e da visão econômica não convencional. São destacadas três abordagens dentro de cada uma dessas visões. Dentro da visão econômica *mainstream* são apresentadas a interpretação de Taylor, a interpretação de Greenspan e a interpretação de risco moral (baseada nas contribuições de Krugman). Primeiramente, tem-se a interpretação de Taylor, que se desenvolve sobre a crise de 2007-2008. No entendimento do autor, a causa da crise de 2007-2008 teria sido uma

política monetária frouxa no início dos anos 2000 (período da política monetária “*loose fitting*”). Esse período de afrouxamento da política monetária, mantendo a taxa de juros em níveis abaixo dos sugeridos pela Regra de Taylor, seria o fator que permitiu a intensa expansão do mercado imobiliário (e o surgimento da bolha nesse mercado).

A segunda abordagem da análise econômica convencional apresentada no capítulo 3 é a de Greenspan. Para o autor, a crise de 2007-2008 se origina em um excesso de liquidez internacional, resultado de um forte crescimento econômico da China e outros países emergentes no início dos anos 2000 (havendo um excesso de poupança esperada em nível global). A antecipação de um excesso de poupança no mercado internacional teria gerado uma queda das taxas de juros de longo prazo em nível global, dando origem a uma bolha de preço habitacional em escala mundial – segundo o autor a bolha do mercado habitacional não teria ocorrido só na economia dos EUA.

Finalizando as visões convencionais, tem-se a interpretação das crises financeiras como um problema de risco moral, segundo a qual estas seriam fruto de uma falha de mercado. Essa falha de mercado está geralmente ligada a um problema de assimetria informacional, que faz com que agentes credores subestimem os riscos envolvidos em seus empréstimos, fazendo com que os agentes financiados assumam risco em excesso em seus negócios (aumentando a fragilidade financeira da economia). Após tratar das interpretações do *mainstream* econômico, o capítulo 3 segue apresentando três abordagens heterodoxas – pós-keynesiana, institucionalista e neo-schumpeteriana – e como estas se relacionam com o processo de instabilidade financeira.

A primeira corrente heterodoxa abordada é a pós-keynesiana, a qual no capítulo 3 é tratada de forma mais geral, em função do capítulo 4 ser dedicado inteiramente às contribuições de Minsky sobre instabilidade financeira (principal referência pós-keynesiana no tema). Na seção que trata da análise pós-keynesiana, são destacados os princípios teóricos que regem essa vertente teórica, como: princípio da demanda efetiva, não neutralidade da moeda, ambiente econômico permeado pela incerteza e formação de expectativas em um ambiente econômico não ergódico. Além disso, apresenta-se como surge e se intensifica a atividade especulativa segundo a vertente pós-keynesiana – atividade que surgiria naturalmente ao longo do funcionamento de uma economia sujeita à uma incerteza incalculável.

Posteriormente, apresenta-se o referencial teórico institucionalista (tratando-se do referencial teórico da tradição “velho institucionalista”). Uma vez que a vertente institucionalista não desenvolve uma análise específica para o fenômeno das crises financeiras, é apresentado o teor institucionalista presente na análise pós-keynesiana (a qual por sua vez desenvolve uma teoria para tal fenômeno). Para tal, são apresentados os pressupostos teóricos seguidos pelos institucionalistas – altamente críticos em relação aos pressupostos da tradição neoclássica –, os quais em parte são comuns aos pós-keynesianos.

Assim, expõe-se que tanto institucionalistas quanto pós-keynesianos compartilham da visão de um processo econômico permeado pela incerteza, a qual gera instabilidade nas expectativas sobre lucros e preços dos ativos – rejeitando a formação de expectativas baseadas em um ambiente econômico ergódico. Institucionalistas e pós-keynesianos também compartilham da visão de um processo econômico complexo, onde a moeda tem grande importância, sendo muito mais que um meio de troca (para os institucionalistas, sendo uma instituição). Por fim, ressalta-se que o pensamento pós-keynesiano destaca a importância do arranjo institucional para o bom funcionamento da economia, onde as instituições poderiam reduzir a incerteza no ambiente econômico e sustentam e dão credibilidade aos sistemas econômicos altamente financeirizados – para os pós-keynesianos a atuação de instituições como o governo e a autoridade monetária são fundamentais na busca pela estabilidade econômica

Finaliza-se o capítulo 3 com a apresentação da interpretação neo-schumpeteriana para o surgimento das bolhas financeiras. Essa interpretação compreende que o processo econômico tem uma trajetória dinâmica, estando em um processo de constante evolução, resultado de vários fatores de natureza endógena que modificam o ambiente econômico – como é o caso das inovações tecnológicas, aspecto marcante nas discussões da corrente neo-schumpeteriana. Partindo-se principalmente das contribuições de Perez, foi possível depreender como a abordagem neo-schumpeteriana compreende o fenômeno das crises financeiras. Perez apresenta que, ao longo dos ciclos de revolução tecnológica que ocorrem na economia, há mudanças na relação entre capital financeiro e capital produtivo, e é em função dessas mudanças que surgem as bolhas financeiras.

Os ciclos seriam divididos em quatro fases – irrupção, frenesi, sinergia e maturidade, respectivamente – e, na fase de frenesi, haveria um descolamento entre o capital produtivo e o capital financeiro, fruto do grande aumento da atividade especulativa na economia. Isso daria origem a bolhas financeiras e consequentes colapsos do sistema financeiro, após os quais se tem um *turning point* onde se inicia uma nova fase (fase de sinergia), na qual o capital financeiro atua fortalecendo o capital produtivo. Assim, a interpretação neo-schumpeteriana das crises financeiras é de que este seria um fenômeno endógeno, resultado do ciclo de mudanças na relação entre capital produtivo e capital financeiro. Com o referencial teórico neo-schumpeteriano encerra-se o capítulo 3, que apresentou as visões convencionais e não convencionais das crises financeiras. Segue-se então o capítulo 4, o qual apresentou a teoria pós-keynesiana de Minsky a respeito da instabilidade financeira. O capítulo buscou apresentar, especificamente, a hipótese da fragilidade financeira.

Assim, o capítulo 4 se inicia destacando alguns pressupostos fundamentais para compreender a teoria minskyana, como noção de incerteza, princípio da demanda efetiva e não neutralidade de moeda. Após isso, apresenta-se o ponto central da hipótese da fragilidade financeira, que é a dinâmica de financiamento das economias capitalistas – com as mudanças que podem ocorrer no perfil de compromissos financeiros dos agentes econômicos. Então, apresenta-se e formaliza-se as clássicas posições de financiamento utilizadas por Minsky na formulação de sua teoria – *hedge*, *especulativa* e *Ponzi* –, ressaltando suas diferenças em relação às margens de segurança. Dessa forma, expõe-se como o autor explica o processo de instabilidade financeira na economia, destacando que este ocorre em função do aumento da concentração de agentes em posições financeiras de maior risco (com menores margens de segurança), como *especulativa* e *Ponzi*.

Nesse momento, traz-se à tona o motivo de os agentes assumirem posições de financiamento cada vez mais arriscadas, que é a expectativa de obtenção de lucros cada vez maiores, a qual é consequência de um período de prosperidade e estabilidade econômica. Por sua vez, quando uma economia – por conta de um processo de deterioração financeira – acaba por entrar em crise e gerar uma recessão, os agentes evitam assumir posições financeiras mais arriscadas, fazendo com que se estabeleça uma estrutura financeira mais robusta do que a que se tinha quando do surgimento da crise. Assim, fica clara a ideia minskyana da existência de ciclos de

estabilidade e instabilidade no processo econômico (onde estabilidade gera instabilidade e instabilidade gera nova estabilidade). Finalizando essa apresentação do *modus operandi* da instabilidade financeira na análise minskyana, o capítulo ressalta a característica de que essa é um fator endógeno, causado pelo próprio funcionamento da economia. No entendimento de Minsky, a instabilidade financeira é claramente um problema sistêmico.

Após explicar a origem da instabilidade financeira (e, conseqüentemente, das crises financeiras) na teoria minskyana, o capítulo aborda como as políticas econômicas influem sobre esse processo. Minsky destaca a importância que a atuação do *Big Government* tem sobre o grau de fragilidade financeira da economia. O autor destaca a importância da atuação dos bancos centrais como emprestadores de última instância no caso de colapsos do sistema financeiro e como a política monetária tem potencial para prevenir a instabilidade financeira. Porém, ressalta-se que, para combater a instabilidade financeira, a atuação dos bancos centrais como emprestadores de última instância deve vir acompanhada de uma supervisão e fiscalização do setor bancário, para evitar que os bancos privados (e o setor financeiro como um todo) assumam posturas muito arriscadas em seus negócios – impedindo que estes operem altamente alavancados.

Se a autoridade monetária atua apenas como emprestador de última instância, sem estabelecer um arranjo institucional para regulamentação e fiscalização do sistema bancário, esta atuação seria equivocada. Tal atuação do *Big Government* reforçaria o comportamento de risco dos bancos privados, por garantir que os bancos privados serão salvos caso fiquem insolventes, sem exigir uma contrapartida por parte destes. Por fim, o capítulo 4 discute a atuação do *Big Government* no âmbito da política fiscal. Por meio das equações de sustentação de lucros e *mark-ups* desenvolvidas por Minsky, demonstra-se que a política fiscal – além de ter efeito sobre o nível de produto da economia, por meio do estímulo à demanda agregada – também influi sobre o grau de fragilidade financeira da economia, uma vez que esta política pode manter um nível de preços e lucros que validam as estruturas financeiras dos agentes (a chamada validação de ativos).

Feita essa recapitulação do conteúdo exposto, cabe agora verificar se é possível estabelecer uma das abordagens explicativas do fenômeno das crises financeiras como uma análise mais adequada. Em primeiro lugar, a respeito das

interpretações da visão econômica convencional, alguns pontos permitem percebê-las como um instrumental teórico menos consistente para o estudo das crises financeiras do que as interpretações heterodoxas. Uma característica marcante nas análises das crises pela visão econômica convencional é não perceber o processo de instabilidade financeira como algo sistêmico, mas fundamentalmente como um caso de exceção no funcionamento econômico.

As abordagens do *mainstream* econômico se baseiam na hipótese de eficiência dos mercados, aceitando que os mercados funcionam naturalmente de forma eficiente, a não ser que ocorra alguma falha de mercado. Assim, o *mainstream* trata as crises financeiras como um evento resultante de falhas de mercado, não considerando que a instabilidade financeira seja uma característica endógena ao processo econômico. Baseando-se nessa ideia de “caso de exceção” dentro do processo econômico, as visões convencionais acabam estabelecendo explicações *ad hoc* para o fenômeno das crises financeiras, desenvolvendo teorias no momento *ex post* às crises, geralmente buscando explicar um caso específico do fenômeno, e não estabelecer uma teoria geral capaz de explicar o fenômeno.

Esse caráter fica evidente ao notar-se o aspecto mutável das explicações da visão econômica convencional das crises financeiras, em um processo semelhante ao que ocorreu nos modelos de crises cambiais estabelecidos por essa visão, onde a cada grande episódio de crise cambial (crise da América Latina no fim dos anos 70 e início dos 80; crise do Sistema Monetário Europeu de 1992-1993 e crise do sudeste asiático de 1997-1998) surgia um novo modelo para explicar o mesmo fenômeno (modelos de primeira, segunda e terceira geração). Pelo lado das crises financeiras, duas das três atuais interpretações do *mainstream* para as crises financeiras (a de Taylor e a de Greenspan) surgem após a crise de 2007-2008 e seriam atuais explicações para este fenômeno. Estas surgem a partir do estudo desse caso específico, surgem após outro grande episódio de crise financeira, dando origem a uma “nova geração de interpretações” de certa forma. A respeito da inconsistência das análises da visão econômica convencional, por fim, vale ressaltar o viés liberal das três análises apresentadas, que colocam a intervenção inadequada do governo como uma das origens das crises financeiras.

A atuação equivocada dos governos tiraria a natural eficiência dos mercados na visão convencional. Isso frisa que nesta visão, a instabilidade financeira não é uma

característica intrínseca ao funcionamento econômico, sendo mais resultado de falhas de mercado e má atuação do governo (casos de exceção no processo econômico), do que de características de cunho mais sistêmico, como a intensa desregulamentação financeira. Taylor chega até a “explicar a crise pela crise”, afirmando que a crise de 2007-2008 se aprofunda por um diagnóstico errado desta por parte do governo dos EUA, que age de forma errática durante a crise – mostrando ao mesmo tempo o viés liberal dentro da visão econômica convencional e a inconsistência da abordagem explicativa desta para as crises financeiras. Se por um lado, as interpretações das crises financeiras do *mainstream* econômico não se mostram consistentes, por outro, o referencial teórico heterodoxo apresentado no trabalho não se mostra da mesma forma.

Pelo lado heterodoxo, as interpretações pós-keynesiana (com um teor institucionalista consideravelmente presente em sua análise) e neo-schumpeteriana percebem o processo de instabilidade financeira como um fator sistêmico, um aspecto intrínseco ao funcionamento de uma economia capitalista. Baseados nisso, os desenvolvimentos teóricos pós-keynesiano e neo-schumpeteriano se mostram capazes de explicar o fenômeno das crises financeiras mantendo o mesmo instrumental teórico para analisar diferentes episódios deste fenômeno. Ao tratar a instabilidade e as bolhas financeiras como algo endógeno – relacionado à natural intensificação da atividade especulativa na economia –, pós-keynesianos e neo-schumpeterianos fornecem um instrumental teórico capaz de explicar as crises financeiras como fenômeno e não como uma espécie de estudo de caso (como costumam proceder as análises do *mainstream* econômico), se mostrando mais consistentes.

Com isso, o trabalho já permitiu estabelecer que existem interpretações das crises financeiras mais adequadas do que outras. No caso, entre as visões convencionais das crises e as não convencionais, as visões não convencionais se mostram uma análise mais consistente desse fenômeno. Posto isso, cabe verificar se é possível estabelecer, entre o pensamento pós-keynesiano e o neo-schumpeteriano, um referencial teórico como mais adequado ao estudo das crises financeiras. A respeito da comparação entre esses dois referenciais teóricos – apesar de não conflitantes entre si em sua explicação para a instabilidade financeira –, o referencial teórico pós-keynesiano se mostra mais completo em sua análise do fenômeno das

crises. Apesar do arcabouço neo-schumpeteriano apresentar uma análise relevante, mostrando o ciclo de mudanças na relação entre o capital financeiro e o capital produtivo, o referencial pós-keynesiano se aprofunda mais na discussão a respeito da estrutura e do funcionamento do sistema financeiro (muito em função do destaque para o aspecto monetário das economias capitalistas presente na teoria de Keynes).

A abordagem pós-keynesiana se mostra mais completa sobretudo por conta das contribuições de Minsky, tendo com a hipótese da fragilidade financeira desenvolvida pelo autor, uma teoria completa e específica para explicar a instabilidade financeira. A hipótese da fragilidade financeira desenvolve uma análise detalhada da dinâmica do setor financeiro, explorando a fundo:

- a) a dinâmica de financiamento capitalista;
- b) a estrutura e operação do setor bancário;
- c) as expectativas dos agentes e os ciclos econômicos com fases de estabilidade gerando instabilidade e vice-versa;
- d) a relação da atuação governamental e do arranjo institucional com a instabilidade financeira; e
- e) proposições de política econômica para o controle da instabilidade financeira, baseadas na atuação do *Big Government*.

Assim, dentro das análises da visão econômica não convencional – que se mostraram mais consistentes que as da visão econômica convencional –, o referencial teórico pós-keynesiano se apresenta como um instrumental teórico mais adequado para o estudo das crises financeiras, com uma análise mais completa deste fenômeno. Dessa forma, este trabalho se encerra estabelecendo a abordagem pós-keynesiana (sobretudo a hipótese da fragilidade financeira de Minsky) como a mais adequada para a compreensão do fenômeno das crises financeiras.

REFERÊNCIAS

ALVES JÚNIOR, A.J.; FERRARI FILHO, F.; PAULA, L.F. The Post Keynesian Critique of Conventional Currency Crisis Models and Davidson's Proposal to Reform the International Monetary System. **Journal of Post Keynesian Economics**, Knoxville v.22, n. 2, p. 207-225, 1999.

AREND, M. Revoluções tecnológicas, finanças internacionais e estratégias de desenvolvimento: um approach neo-schumpeteriano. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 33, n. 2, p. 363-396, 2012.

BRESSER-PEREIRA, Luiz C. Crise e recuperação da confiança. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 29, n. 1, p.133-149, 2009.

CAMARA, M. R. G. A Instabilidade do Capitalismo: A Visão de Keynes e Schumpeter. **Semina**, Londrina, v. 12, n. 3, p. 146-154, 1991.

CARVALHO, F. J. C. Inovação financeira e regulação prudencial: da regulação da liquidez aos acordos da basileia. In: SOBREIRA, R. (org.). **Regulação financeira e bancária**. São Paulo: Atlas, 2005.

CINTRA, M. A. M.; FARHI, M. *A crise financeira e o global shadow banking system*. **Novos Estudos**, São Paulo, v. 27, n. 3, p. 35-55, 2008.

CONCEIÇÃO, O. A. C. Além da Transação: uma comparação do pensamento institucionalista com os neo-schumpeterianos e pós-keynesianos. **Revista EconomiA**, Brasília, v. 8, n. 3, p. 621-642, 2007.

DATHEIN, R. Macroeconomia Aberta, Hegemonia e Cooperação: a ortodoxia e sua crítica. **Economia Ensaio**, Uberlândia, v. 19, n.2, p. 87-109, 2005.

DAVIDSON, P. Can future systemic financial risk be quantified? Ergodic vs nonergodic stochastic processes. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 29, n.4, p. 324-340, 2009.

DAVIDSON, P. Is probability theory relevant for uncertainty? A post Keynesian perspective. **Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v. 5, n. 1, 1991.

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S.; STARTZ, R. **Macroeconomia**. 11. ed. Porto Alegre: AMGH, 2013.

FERRARI FILHO, F. Obstáculos à estabilização macroeconômica e uma agenda keynesiano-institucionalista para a economia brasileira. **Brazilian Keynesian Review**, Belo Horizonte, v. 1, n. 1, p. 96-102, 2015.

FERRARI FILHO, F. The necessity of reforming the international monetary system. In: ARESTIS, P.; OREIRO, J. L.; SOBREIRA, R. (ed.). **The Financial Crisis: policy and implications**. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2010. p. 211-232.

FERRARI FILHO, F. Os "keynesianos" neoclássicos e os pós-keynesianos. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 12, n. 2, p. 340-348, 1991.

FERRARI FILHO, F.; CONCEIÇÃO, O. A. A noção de incerteza nos pós-keynesianos e institucionalistas: uma conciliação possível? **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 11., n. 1, p.99-122, 2001.

FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. Crise financeira e reestruturação do sistema monetário internacional. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 37, n. 1, p. 113-117, 2009.

FERRARI FILHO, F.; SILVA, G. T. F. **A crise financeira internacional de 2007-8 e a Grande Depressão**: uma análise comparativa. Porto Alegre: UFRGS/FCE/DECON, 2012. (Texto para Discussão, 1). Disponível em: https://www.ufrgs.br/fce/wp-content/uploads/2015/01/TD01_2012_ferrarifilho_silva.pdf. Acesso em: 17 fev. 2019.

FISHER, I. The debt deflation theory of great depressions. **Econometrica**, New Haven, v. 1, n. 4, 1933.

FREITAS, M. C. P.; CINTRA, M. A. M. Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano, **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.28, n.3, p.414-433, 2008.

GALBRAITH, J. K. **O Colapso da Bolsa, 1929**. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 1972

GONTIJO, C. **Raízes da crise financeira dos derivativos subprime**. Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2008. (Texto para Discussão, 342). Disponível em: https://s3.amazonaws.com/academia.edu.documents/35968117/TD_342.pdf?AWSAccessKeyId=AKIAIWOWYYGZ2Y53UL3A&Expires=1550471489&Signature=LHvayhGTm74LdEfXDILkSyWtVWo%3D&response-content-disposition=inline%3B%20filename%3DRaizes_da_crise_financiera_dos_derivativ.pdf. Acesso em: 18 fev. 2019.

GREENSPAN, A. O FED não causou a bolha habitacional. **Valor Econômico**, Salvador, 12 mar. 2009.

HODGSON, G. M. Institutional Economics: Surveying the 'old' and the 'new'. **Metroeconomica**, Oxford, v. 44, n. 1, p. 1-28, 1993.

KALDOR, N. **Essays on Economic Stability and Growth**. London: Duckworth, 1960.

KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

KRUGMAN, P. What happened to Asia? Cambridge: MIT, 1998. (Working Paper). Disponível em: <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>. Acesso em: 30 de jul. 2018.

LAVOIE, M. **Introduction to Post-Keynesian Economics**. Palgrave Macmillan, 2009.

LOPES, M.; MOLLO, M.; COLBANO, F. Metas de inflação, regra de Taylor e neutralidade da moeda: uma crítica pós-keynesiana. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 32, n. 2, p. 282- 304, 2012.

MINSKY, H.P. **Estabilizando uma Economia Instável**. Osasco: Novo Século, 2013.

MINSKY, H.P. **Stabilizing an Unstable Economy**. New York: McGraw Hill, 2008.

MINSKY, H.P. Uncertainty and the institutional structure of capitalist economics. **Journal of Economics Issues**, Sacramento, n.30, v. 2, p. 357–368, 1996.

MINSKY, H.P. Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 54, n. 3, Papers and Proceedings of the Seventy-sixth Annual Meeting of the American Economic Association, p. 324-335, May 1964.

MISHKIN, F. S. *Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis*. **Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v. 25, n. 1, p. 49-70, 2011.

MOLLO, M. L. R. Ortodoxia e heterodoxia monetárias: a questão da neutralidade da moeda. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 24, n. 3 (95), jul./set. 2004.

NIGGLE, C. Evolutionary Keynesianism: A Synthesis of Institutionalist and Post Keynesian Macroeconomics. **Journal of Economic Issues**, Sacramento, v. 40, n. 2, p. 405-412, 2006.

PAULA, L. F.; ALVES JÚNIOR, A. Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo minskiano. **Análise Econômica**, Porto Alegre, v. 21, n. 39, p.135–162, 2003.

PEREZ, C. The double bubble at the turn of the century: technological roots and structural implications. **Cambridge Journal of Economics**, Cambridge, v. 33, n. 4, p. 779-805, 2009.

PEREZ, C. **Technological Revolutions and Financial Capital: The Dynamics of Bubbles and Golden Ages**. Cheltenham: Edward Elgar, 2002.

PESSALI, H. Nanofundamentos da macroeconomia: Keynes e o institucionalismo na Teoria Geral. **Revista de Economia**, Curitiba, v. 32, n. 2, p. 63-79, 2006.

POSSAS, M. L., Concorrência Schumpeteriana. *In*: KUPFER, D., HASENCLEVER, L. (org.). **Economia Industrial**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

PRATES, Daniela M. **Crise financeira dos países “emergentes”**: uma interpretação heterodoxa. 2002. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

SILVA, G. T. F. **As crises financeiras de 1929 e 2008**: uma análise comparativa a partir da abordagem pós-keynesiana. 2010. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2010.

TAYLOR, J. **Getting Off Track**: how government actions and interventions caused, prolonged, and worsened the financial crisis. Stanford, Calif.: Hoover Institution Press, 2009.

TERRA, F. H. B.; FERRARI FILHO, F.; CONCEIÇÃO, O. A. C. A hipótese da Fragilidade Financeira aplicada ao setor público: uma análise para a economia brasileira no período 2000-2008. *In*: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 14., 2009. São Paulo. **Anais** [...]. São Paulo: PUC-SP, 2009.