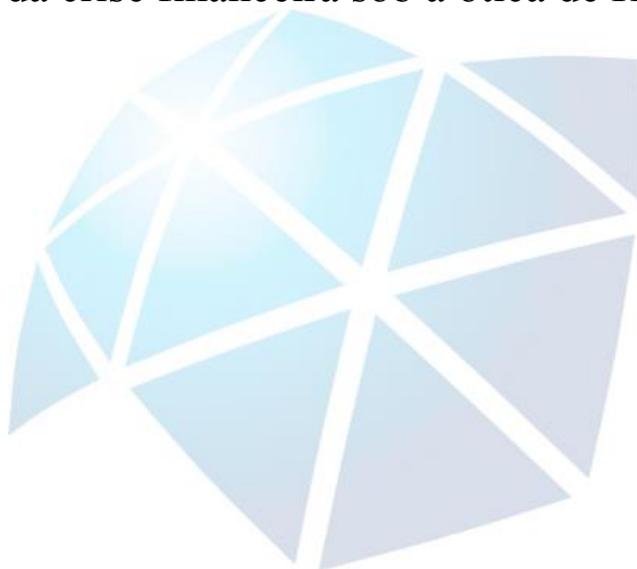


unesp 
UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA
“JÚLIO DE MESQUITA FILHO”
Faculdade de Ciências e Letras
Campus de Araraquara - SP

TATIANA RIMOLI GZVITAUSKI

Uma Crise ‘à la Minsky’?:
uma análise da crise financeira sob a ótica de Hyman Minsky



ARARAQUARA – S.P.
2015

TATIANA RIMOLI GZVITAUSKI

Uma Crise ‘à la Minsky’:
uma análise da crise financeira sob a ótica de Hyman
Minsky

Dissertação apresentada como requisito
para obtenção do título de Mestre do
Programa de Pós-Graduação em
Economia - Unesp

Linha de pesquisa: Economia
Financeira

Orientador: Prof. Dr. Eduardo
Strachmann

Co-Orientador: Prof. Dr. José Ricardo
Fucidji

ARARAQUARA – S.P.
2015

Gzvitauski, Tatiana

Uma Crise à lá Minsky: uma análise da crise financeira sob a
ótica de Hyman Minsky / Tatiana Gvitauski — 2015
105 f.

Dissertação (Mestrado em Economia) — Universidade
Estadual Paulista "Júlio de Mesquita Filho", Faculdade
de Ciências e Letras (Campus Araraquara)

Orientador: Eduardo Strachmann

Coorientador: José Ricardo Fucidji

1. Crise de 2008. 2. Hyman Minsky. 3. Crise Financeira. I. Título.

TATIANA RIMOLI GZVITAUSKI

UMA CRISE À LÁ MINSKY?:
uma análise da crise financeira sob a ótica de Hyman Minsky

Trabalho de Dissertação de Mestrado, apresentada Departamento, Programa de Pós em Economia da Faculdade de Ciências e Letras – UNESP/Araraquara, como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia.

Linha de pesquisa: Economia Financeira
Orientador: Prof. Dr. Eduardo Strachmann
Co-orientador: Prof. Dr. José Ricardo Fucidji
Bolsa: CNPq

Data da defesa: 22/09/2015

MEMBROS COMPONENTES DA BANCA EXAMINADORA:

Presidente e Orientador: Prof. Dr. José Ricardo Fucidji
Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho

Membro Titular: Prof. Dr. André Luiz Correa
Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho

Membro Titular: Prof^a. Dr^a. Carla Cristiane Lopes Corte
Faculdades de Campinas

Local: Universidade Estadual Paulista
Faculdade de Ciências e Letras
UNESP – Campus de Araraquara

Àqueles que, quando eu tive certeza de que não conseguiria, não confiaram em mim.

AGRADECIMENTOS

A Deus, sobre todas as coisas.

Aos meus pais, por bancarem, em diversos aspectos, a trajetória dos meus sonhos.

Aos meus orientadores e outros professores que cruzaram e enriqueceram a minha jornada acadêmica e emocional.

Aos meus amigos todos, antigos e novos, que tantas vezes se disponibilizaram para mim entre as doçuras e os meios amargos desse caminho que eu escolhi. Que minha irmã e meu namorado possam se sentir incluídos nessa categoria especial de pessoas da minha vida.

E à Panela, de maneira especial e em menção honrosa. Renata, Lucas e Rodrigo: eu não teria feito nada disso sem vocês. Eu não tive só a oportunidade de dar um passo, largo e árduo, na minha vida acadêmica e profissional, mas eu tive a graça de fazer isso com muita alegria, muito carinho e muita comida.

RESUMO

O capitalismo se reproduz através de processos contraditórios. O sistema, em sua fase mais moderna, de acumulação financeirizada, tende a crises especulativas que os mecanismos de mercado não são capazes de regular. Esse é o argumento de teóricos da corrente pós-keynesiana que se propõem a investigar quais comportamentos geram e agravam crises financeiras. Depois da crise iniciada no sistema financeiro norte-americano, Hyman Minsky (1919-1996), pouco abordado até então, voltou ao debate sobre o funcionamento do sistema financeiro e sua regulamentação. Para muitos, a trajetória percorrida pela economia mundial e a ruptura do sistema financeiro se enquadram nas análises do autor, a ponto de ser possível considerar ter havido um “Momento Minsky”: um profundo e repentino colapso precedido por calma e bonança. Através da caracterização da abordagem de Minsky, essa dissertação se propõe a avançar no entendimento do sistema financeiro à procura das causas e corretivos da fragilidade financeira ilustrada pela crise *subprime* recente.

Palavras – chave: Fragilidade. Hyman Minsky. Expectativas. Portfólio. *Big Government*.

ABSTRACT

Capitalism reproduces itself through contradictory processes. The system, in its latest phase of financialized accumulation tends to speculative crisis that market mechanisms are not able to regulate. This is the post-Keynesians theoretical argument that intend to investigate what behaviors determine and aggravate the crisis. After the crisis that had trigger in the US financial system, the Post Keynesian Hyman Minsky (1919 – 1996), little explored so far, returned to the discourses of the function of the financial system and its regulation. For many, the road taken by the world economy and the breakdown of the financial system fit into the analysis of the author as to be possible to consider that there was a "Minsky moment": a deep and sudden collapse preceded by lull and calm. Through the characterization of Minsky's methodology, this dissertation aims to advance the understanding of the financial system in search for the causes and remedies of Minsky fragility illustrated by the recent subprime crisis.

Key - words: Fragility. Hyman Minsky. Expectations. Portfolio. Big Government.

SUMÁRIO

1.Introdução 10

1.1. Motivação e sumário da dissertação 10

1.2. Regulamentação e desregulamentação financeira: fatos estilizados 12

2. A Crise Financeira Recente 25

2.1. Antecedentes imediatos à crise 25

2.2. Fraudes e Falcatruas 32

2.3. Reflexos na teoria econômica Erro! Indicador não definido.

3. Interpretações da crise financeira 37

3.1 Interpretações Mainstream 39

3.1.1 Paul Krugman 39

3.1.2 Robert Lucas 41

3.1.3 Joseph Stiglitz 44

3.1.4 John B. Taylor 46

3.1.5 Daron Acemoglu 49

3.2 Interpretações Alternativas 52

3.2.1 Interpretação Marxista 52

Lei da Tendência de Queda da Taxa de Lucro 53

Estagnacionismo 55

Transformações Financeiras 57

A Recuperação da Taxa de Lucro 59

3.2.2 Interpretação pós-Keynesiana 60

4. O funcionamento do sistema financeiro e os “Momentos Minsky” 69

4.1 Exposição da Hipótese de Fragilidade Financeira 69

4.1.1 A Hipótese 69

4.1.2 O Capitalismo dos Gerentes de Dinheiro 73

4.2 Caracterização do Momento Minsky 75

4.3 Lições de Minsky para a crise 81

4.4. Uma crise à lá Minsky? 88

5. Considerações Finais 94

1. Introdução

1.1. Motivação e sumário da dissertação

A crise imobiliária norte-americana, ao longo do ano de 2008, se propagou para as demais economias desenvolvidas, vindo a ser considerada uma crise do sistema financeiro internacional comparável, segundo autores de diversas correntes econômicas, à crise de 1929, quando da quebra da bolsa de valores de Nova Iorque. Apesar das preocupações de diversos economistas, acadêmicos e profissionais, durante os momentos que antecederam a crise, acerca da supevalorização dos ativos do mercado imobiliários e do complexo (porém obscuro) circuito de securitização, o colapso das hipotecas *subprime* não foi previsto, ao menos não de maneira a impedi-lo. Nesse cenário, a teoria de Hyman Minsky, até então pouco abordado na discussão econômica, entra no debate acadêmico como maneira não apenas de compreender a crise financeira, mas solucioná-la e mesmo evitá-la no futuro. A crise financeira recente reacendeu no debate econômico a necessidade de procurar interpretações sobre o sistema que dessem conta de compreender tanto os processos que a acarretaram quanto as medidas aplicadas para contê-la ou corrigi-la. A análise de Minsky acerca da fragilidade financeira do sistema capitalista (Minsky, 1986) e suas interpretações sobre as intervenções institucionais (Minsky, 1982) são parte do arcabouço pós-keynesiano, procurando, em sua contribuição específica, caracterizar as fragilidades do sistema financeiro que determinam a ocorrência de crises.

Para a corrente pós-keynesiana, portanto, a crise financeira não tem apenas explicação conjuntural, mas é consequência de um conjunto de transformações e processos históricos que afetaram os mercados das economias desenvolvidas tanto quanto as teorias econômicas em evidência. Dessa maneira, a partir da ótica de Alessandro Vercelli, (2011), esta introdução e primeiro capítulo contará como os debates teóricos observaram os fenômenos empíricos das crises econômicas mundiais. A intenção é mostrar como aquilo que o autor chama de Interação (VERCELLI, 2011, p 27) entre a macroeconomia empírica dos países industrializados e a macroeconomia teórica (que a priori organiza o comportamento empírico para, no momento seguinte à crise, redirecioná-lo), durante a crise *subprime* de 2008 pôs em xeque, também, a macroeconomia dos modelos quantitativos. Ademais, essa primeira parte também tem o intuito de abordar os antecedentes históricos que dão caráter estrutural e sistêmico à crise financeira recente.

Com o objetivo de caracterizar conjunturalmente a crise imobiliária norte-americana, bem como a sucessão de eventos que levou essa crise pontual a espalhar-se pelo sistema financeiro internacional, o segundo capítulo faz um sumário dos fatos que a precederam, especificamente a partir da crise das *dotcom* do início dos anos 2000, utilizando, principalmente John Cassidy (2009). Em seguida, como um adendo, esse mesmo capítulo explora as diversas falcatruas que podem ter incidido sob o circuito da securitização de ativos, já que Kregel (KREGEL, 2008, p. 13) avalia que os agentes econômicos envolvidos com o mercado hipotecário tomaram posições *Ponzi* de financiamento não por processos de fragilização financeira, mas pelas fraudes que incorreram sob essa comercialização.

Como forma de introduzir o capítulo seguinte, a última parte se esforça em mostrar a importância de revisar a teoria econômica, tanto ortodoxa quanto alternativa. O objetivo é questionar a validade de uma teoria econômica que não consegue prever quando um comportamento sistemático pode levar a uma crise financeira, uma vez que, de acordo com Robert Lucas, a crise financeira “não pode ser prevista”. No terceiro capítulo, através de fontes diversas que analisam crises financeiras, o objetivo é reconhecer a contribuição de Minsky à explicação dos efeitos e causas da crise, voltando-se, para tanto, à bibliografia de diversos autores, tanto das correntes econômicas mais próximas do mainstream quanto das propostas de interpretação alternativas, incluindo aquela em que o próprio autor se insere, no intuito de reconhecer quais são, para ele, os elementos definidores de uma crise financeira. Para tanto, são abordadas, ainda que brevemente, as interpretações de Paul Krugman; Robert Lucas; Joseph Stiglitz; John B. Taylor e Daron Acemoglu acerca da crise financeira de 2008, como componentes das correntes econômicas mainstream; e as interpretações de autores de correntes teóricas alternativas, a saber, a marxista e a pós-keynesiana, que tendem a interpretar as crises como fenômenos sistêmicos. A interpretação marxista se subdivide em quatro avaliações sobre as causas de crises no sistema capitalista: a avaliação sobre a lei de tendência de queda da taxa de lucro; a do estagnacionismo sistêmico; a que revisa as transformações financeiras do sistema econômico; e a da recuperação da taxa de lucro. A interpretação pós-keynesiana, mais homogênea, avalia que o sistema econômico opera em um ambiente de incerteza, o que dá aos agentes econômicos papel ativo nas decisões de investimento, determinadas, quase exclusivamente, por suas expectativas acerca do futuro. Para autores dessa corrente teórica, a crise é parte do sistema econômico e é ainda agravada pelo sistema financeiro, uma vez que a complexidade da movimentação de ativos deixa as expectativas dos

agentes mais vulneráveis a alterações econômicas que afetem a preferência pela liquidez. Hyman Minsky se insere nessa corrente, afirmando que a economia tem expressão contundente no gerenciamento das finanças, e argumentando que as transações nos mercados financeiros envolvem compromissos de pagamentos (liabilities) ou recebimento (assets) futuros (MINSKY, 1992, p. 5). Parte da teoria de Minsky sobre o processo que dá origem às crises financeiras se explica na medida em que se compreende que o autor vê uma sucessão de eventos cíclicos quando pensa em crises econômicas. A escolha de portfólios, numa economia monetária, é parte essencial da decisão de investir. Essa é uma decisão que depende essencialmente das projeções futuras de crescimento e dos níveis de produção e emprego atuais, porque esses níveis afetam diretamente as expectativas dos agentes sobre o futuro, mas que depende também das possibilidades de financiamento dos agentes, o que muitas vezes define o grau de “agressividade” do investimento pretendido. O autor coloca no centro da economia capitalista o crédito e a finança, e mostra como é frágil um sistema que depende, necessariamente, de condições de financiamento de seus agentes econômicos.

O quarto capítulo se aprofundará na teoria econômica de Hyman Minsky, abarcando, especialmente, a Hipótese da Fragilidade Financeira e suas consequências para o sistema econômico; fazendo uma caracterização do Momento Minsky em busca de uma compreensão de por que alguns autores acreditam que a crise recente tenha sido um desses momentos. Aponta, ainda, as lições de Minsky para a crise, em especial a atuação do *Big Government* e do *Lender of Last Resort*. O objetivo, ao final desse capítulo, é concluir se a crise recente pode ser considerada um “Momento Minsky” e qual a pertinência da contribuição desse autor enquanto metodologia para compreender a crise financeira atual.

1.2. Regulamentação e desregulamentação financeira: fatos estilizados

Há, na corrente pós-keynesiana, a percepção de que a crise financeira não faz parte, apenas, de um conjunto específico de movimentações econômicas que saíram de controle. Ao contrário, para explicá-la, os autores dessa escola costumam voltar a antecedentes que, embora um tanto longínquos, descrevem além de uma conjuntura propícia à formação de crises econômicas, um ambiente em que tais colapsos são inevitáveis. Para compreender a crise financeira como um todo, e a crise *subprime* de 2008 especificamente, grande parte desses autores retornam ao complexo de acontecimentos que ficou conhecido como desregulamentação das finanças.

Uma destas interpretações estilizadas de fatos históricos é dada por Vercelli (2010) à qual o autor dá o nome de “Interação” entre teorias e práticas econômicas. Segundo ele, a partir do final do século XVIII com o nascimento do capitalismo de países industrializados estabelece-se essa interação, que só se fortaleceu a partir de então. A relação que existe entre a teoria econômica dominante e as políticas públicas colocadas em prática é expressão de um padrão geral que determina os caminhos da macroeconomia de forma que uma crise econômica suficientemente profunda costuma redirecionar radicalmente os rumos da teoria, substituindo a então dominante por uma teoria nova e oposta que, por sua vez, assume um papel de centralidade e posterior antagonismo por parte de outras teorias diversas. (VERCELLI, 2010, p 3).

A crise que assolou os Estados Unidos em 1929 e alcançou muitos dos países bem conectados do mundo naquele momento teve, de acordo com a teoria keynesiana, aspectos causais compatíveis à euforia e inovação que o setor financeiro, embora muito mais desenvolvido e complexo, demonstrou provocar nos agentes econômicos também em 2008. Para Vercelli, o impacto da Grande Depressão de 1930 foi suficiente para provocar um desvio completo de pensamento político e econômico no cenário norte-americano, bem como em outras importantes economias mundiais que sofriam graves problemas derivados da crise financeira. A Interação, nesse caso, colocou a mão invisível e a crença na auto-regulação dos mercados sob questionamento e abriu espaço não apenas para teorias com foco no pleno emprego, como também para o redirecionamento da teoria econômica para o paradigma keynesiano, em sua acepção mais ampla.

Com grande coincidência ao período da Segunda Grande Guerra, a Teoria Geral keynesiana revolucionou tanto o pensamento quanto as políticas econômicas dos Estados, reformulando a Interação entre a macroeconomia teórica e empírica. Ao criticar os postulados da Economia Clássica, Keynes deu novo corpo às hipóteses de racionalidade, poupança, investimento, emprego e, especialmente, papel do Estado, o que alterou profundamente o relacionamento entre a sociedade e o mercado, na medida em que colocava na macroeconomia a função de regular as variáveis passíveis de afetar a realidade – lacuna que reconheceu na economia clássica (VERCELLI, 2010, p 3).

A crise de 1929 remodelou os paradigmas da economia teórica ao apontar lacunas que, negligenciadas, contribuíram para a formação da engrenagem da crise e suas consequências. O período da guerra, no entanto, colocou a suposição keynesiana em boa prova enquanto os Estados beligerantes assumiam controle e centralidade de suas economias e utilizavam déficits governamentais para sustentar o mercado interno – de

produtos e empregos. A revolução keynesiana manteve-se com a Conferência de Bretton Woods¹ (que em dois diferentes eixos se responsabilizava pela criação do padrão monetário dólar-ouro e pela instauração de duas instituições de regulamentação internacional, o FMI e o Banco Mundial) durante o período que ficou conhecido como Anos Dourados, mas, na condição de *mainstream economics*, já demonstrava algumas modificações em relação à sua proposta original:

Quando as condições de crescimento foram reestabelecidas no começo dos anos 1950, a Teoria Keynesiana se tornou a corrente teórica dominante em macroeconomia, ainda que em uma versão adulterada que veio a se chamar “Síntese Neoclássica”, ou seja, a síntese entre a teoria de Keynes e a teoria clássica fortemente criticada por ele. (VERCELLI, 2010, p 5).

A estabilidade que a gestão econômica mais centralizada dava ao cenário pós-guerra, combinada ao reconhecimento, ainda que incompleto, das necessidades relativas às condições de pleno emprego e distribuição de renda aos menos favorecidos, ambas diretamente relacionadas aos sentimentos de final do conflito armado, fez com que esse período experimentasse crescimento econômico, acompanhado de redução de desemprego e pobreza. O reconhecimento das falhas de mercado que, pela visão keynesiana, impossibilitam a regulação natural dos mercados, no entanto, foi direcionado à ideia de que políticas econômicas poderiam impactar a economia apenas como forma de internalizar as externalidades negativas, e não, como a proposta original dispunha, para afetar diretamente as variáveis reais da economia. Na prática da teoria econômica, esse era o equivalente a deixar sem algemas a mão invisível. Para Vercelli, apesar de esse ser um período de crescimento econômico, ele também foi caracterizado por vulnerabilidade ascendente em dois diferentes aspectos:

Primeiro, favoreceu uma hipertrofia da despesa pública que rapidamente aumentou sua participação no PIB dos países industrializados de cerca de 10-20% em 1920 para 40-50% em 1970. Este processo foi acompanhado por um aumento progressivo da

¹ A ideia principal dos reformadores de Bretton Woods sublinhava a necessidade de criação de regras monetárias capazes de garantir o ajustamento dos balanços de pagamentos, ou seja, o adequado abastecimento de liquidez para a cobertura de déficits, de forma a evitar a propagação das forças deflacionárias. Tratava-se, também, de erigir um ambiente econômico internacional destinado a propiciar um amplo raio de manobra para as políticas nacionais de desenvolvimento, industrialização e progresso social.

burocracia, clientelismo e corrupção. Em segundo lugar, exibiu um viés inflacionário crescente devido à força crescente dos sindicatos em um regime de pleno emprego. Na década de 1960 e início de 1970, isso se traduziu em crises periódicas de aumentos salariais destinados a melhorar, ou defender, a participação dos salários no PIB, levando a flutuações induzidas por políticas econômicas. (VERCELLI, 2010, p 5).

Se, ao longo desse período, a regulação e o controle, que haviam sido introduzidos sob a investida de forças sociais, colocavam o Estado como instituição central do ciclo econômico e os gastos do governo como política essencial à estabilidade dos fatores reais, o que se refletia, também, na política de controle de capitais praticada por todos os países desenvolvidos, sobretudo os capitais de curto prazo, no início dos anos 1960, no entanto, com a Guerra já há uma década para trás e a sensação de segurança amparada nas políticas de bem-estar social, a estrutura criada para atender aos anseios sociais do pós-guerra começa a ser substituída por aquela que caracterizaria o primeiro escape em direção à desregulamentação das finanças: o Euromercado.

De acordo com Moffit (MOFFIT, 1984), a partir dos anos 1960, a política econômica americana visava solucionar problemas crônicos de balanço de pagamento, adquiridos durante o período anterior pela quantidade de moeda norte-americana emitida no intuito de cobrir os gastos da indústria bélica. Robert V. Roosa foi um dos principais mentores das medidas implementadas com esse objetivo. Em junho de 1963, tomou a iniciativa de um Imposto de Equalização dos Juros (IEJ), que deveria “reduzir a tomada de empréstimos nos Estados Unidos por estrangeiros através da imposição de um imposto punitivo sobre esses empréstimos” (MOFFIT, 1984, p. 41). Para compreender o intuito do IEJ, enquanto mecanismo de controle de capitais, é preciso recordar que, nesse momento, Wall Street era o principal mercado mundial de capitais, o que fazia dos Estados Unidos uma espécie de *lender of last resort* mundial e provocava, na mesma medida, uma elevada saída de capitais, o que acabava por prejudicar também o balanço de pagamentos americano. Esperava-se, portanto, que o imposto, ao encarecer o acesso ao dólar, fosse suficiente para estancar a evasão de capital americano. Entretanto, de acordo com Moffit:

(...) tais medidas acionaram o maior êxodo bancário da história, exportando, de fato, o sistema bancário americano. Wall Street logo descobriu que dólares podiam ser substituídos. O que os bancos não

podiam fazer de Nova Iorque, fariam de Londres. (MOFFIT, 1984, p. 42)

Ainda que os eurodólares (dólares circulando fora do mercado americano) datassem do final da Segunda Guerra Mundial, o Euromercado não foi uma grande força até que os Estados Unidos, devido ao deterioramento de seu balanço de pagamentos, intensificassem ainda mais seus controles sobre capitais. A reação ao endurecimento do controle de capitais americano foi um estímulo à internacionalização dos bancos após o deslocamento de parte da tomada de empréstimos de empresas para o exterior. Para os grandes bancos americanos, o crescimento das operações internacionais e o consequente aumento dos lucros no exterior foram a salvação de seus negócios frente à inflação, a recessão de 1974-75 e os prejuízos do setor imobiliário. Além disso, o papel do dólar e da economia americana deu a esses bancos uma grande vantagem comparativa sobre outros bancos (MOFFIT, 1984, p. 55).

A criação do Euromercado (físico e livre de regulações, em Londres e contando com a participação expressiva de bancos e agências americanas pela exportação de Wall Street) marcou, segundo Helleiner (HELLEINER, 1994, p. 82) uma mudança e um afastamento da ordem financeira restritiva de Bretton Woods. Com uma ressalva, no entanto: durante toda a década de 1960, controles de capitais continuaram a ser usados pelos países industrializados, e até pela Grã-Bretanha e pelos Estados Unidos que, ao mesmo tempo, apoiavam esse mercado *offshore* de dólares. Isso acontecia, segundo o autor, porque essa década foi de transição. A emergência do Euromercado e o aumento da confiança nos operadores de mercado trouxeram ao cenário internacional um novo grau de abertura financeira nos anos 70: as transações podiam ser feitas em moedas diferentes das locais (e elas eram feitas basicamente em dólar), completamente livres do crivo estatal.

O papel que a moeda norte-americana ocupa no pós-segunda guerra se intensifica durante os anos do Euromercado e parece incongruente com o contexto da ordem econômica internacional. Em vias à desregulamentação financeira, a principal moeda internacional era emitida, com restrições, por um Estado, e comercializada em espaços distintos da regulamentação estatal. O peso do balanço de pagamentos nos Estados Unidos, forçado pelo dispêndio para o suprimento da moeda de referência internacional, dirigiu a política monetária norte-americana à inconvertibilidade do dólar, em 1971; ao fim do padrão dólar-ouro e à introdução de taxas de câmbio flutuantes, em 1973. A

consequência, no entanto, foi uma desestabilização generalizada das demais moedas e suas paridades.

O próprio dólar passou os anos 1970 enfraquecido e desvalorizado; o que parecia, naquele momento, ameaçar a hegemonia americana. Na tentativa de recuperá-la, o governo americano passou os anos seguintes tomando medidas de cunho econômico e geopolítico que cumpriam o papel de restabelecer tanto a moeda de referência internacional quanto a influência política do país. De acordo com Maria da Conceição Tavares,

(...) as crises que instabilizaram a economia mundial na década de 1970 foram seguidas de dois movimentos de reafirmação da hegemonia americana, no plano geoeconômico (através da diplomacia do dólar forte) e no plano geopolítico (através da diplomacia das armas), que modificaram profundamente o funcionamento e a hierarquia das relações internacionais a partir do começo da década de 1980 (TAVARES e FIORI, 1997, p 55).

Essa série de eventos da década de 1970 (que ainda incluíram dois choques do petróleo até 1979) colocaram em xeque as políticas econômicas keynesianas ao passo em que crescia descontrolada a inflação e se tornava insustentável o nível de emprego, ambos influenciados pelos gastos do governo. Os anos 1970 terminam com uma reviravolta na macroeconomia teórica que, segundo Vercelli (VERCELLI, 2010, p 6), fora iniciada no final dos anos 1960 pela influência dos monetaristas, liderados por Milton Friedman. De acordo esse autor, a inflação acelerada que o período experimentava cabia às políticas keynesianas de gastos governamentais e ampliação de déficits em prol de uma taxa de desemprego baixa, porém insustentável. Amparado pela Curva de Philips, Friedman afirmava que existe, em qualquer economia, uma taxa natural de desemprego alcançada de forma sadia apenas em mercados livres de intervenções do governo. Para Vercelli, complemento crucial a essa teoria viria de Phelps, em 1970, com a crítica à falta de microfundamentação da teoria keynesiana. Para esse autor, essa falta de rigor impossibilitava a formulação de uma teoria macroeconômica sólida, que poderia ser construída apenas a partir de microfundamentos da teoria geral. Robert E. Lucas articulou ambas as teorias e as incrementou com uma hipótese radical em teoria econômica: a hipótese das expectativas racionais:

Nessa abordagem [Novoclássica], assume-se que a economia sempre está em equilíbrio, e os agentes são considerados totalmente racionais, enquanto o desemprego é sempre voluntário. As flutuações da economia são vistas, então, como completamente independentes das

assim ditas falhas de mercado e assume-se que dependem exclusivamente de fatores exógenos, como intervenções estatais e choques do petróleo. Políticas contra-cíclicas são vistas como impossíveis, ou não-confiáveis, e de qualquer modo perigosas. A maneira de sair de uma crise seria perseguir uma mistura de privatização e desregulação, com o objetivo de fortalecer o escopo de mercados sem restrições e refrear o peso da interferência estatal na economia. Essas prescrições providenciaram os fundamentos para o que depois seria chamado de Neoliberalismo. (VERCELLI, 2010, p 7).

Com expectativas racionais, os agentes econômicos são dotados de tal compreensão da economia e de sua dinâmica que, frente somente a uma medida de política, normalmente a monetária, o único resultado alcançável seria o aumento de preços (inflação), sem aumento no produto global ou na oferta de trabalho. Nesse ciclo de negócios ajustável, o equilíbrio é dinâmico e uma crise só pode ser gerada por políticas distorcidas do livre funcionamento do mercado – daí o termo “microfundamentos”.

Ao longo dos anos 1970, enquanto o sistema bancário operava fora do controle do banco central americano (FED) ou de quaisquer outros bancos centrais, as praças financeiras se mantinham desregulamentadas e distantes dos interesses nacionais. Um crescente caos nos mercados internacionais de moeda, e a inflação que assolava os Estados Unidos, eram expoentes de um possível colapso do dólar, que se desvalorizara patologicamente nos anos anteriores. Retomar o controle financeiro mundial parecia imprescindível para a recuperação, não apenas da moeda norte-americana, como de sua posição político-econômica. Em 6 de outubro de 1979, o episódio que ficou conhecido como “Choque de Juros” foi orquestrado pelo presidente do FED, Paul Volcker: naquele dia foi comunicada uma mudança na política econômica do FED, a elevação da taxa de juros, desencadeando, assim, sensíveis transformações nas políticas econômicas, americana e internacional. A valorização quase imediata da moeda americana pode ter colocado o país em severa recessão, mas certamente permitiu a retomada, na prática, “do controle dos seus próprios bancos e do resto do sistema bancário privado internacional” (TAVARES e FIORI, 1997, p 31).

Ao triplicarem a taxa de juros, os Estados Unidos atraíram, para sua própria economia, fundos para ativos denominados em dólar que estavam espalhados na economia global. Internamente, direcionaram-nos para os setores mais estratégicos, articulando o sistema bancário privado, interno e internacional, aos interesses do Estado americano. Duas consequências foram quase imediatas. A primeira, para o sucesso de Volcker, foi uma corrida em direção ao dólar, dispensando ouro e prata para obtenção de ativos denominados em dólar

– o que fez com que a moeda se tornasse a mais forte do mundo. A segunda, no entanto, foi uma queda no nível de atividade econômica que, aliado a um alto índice inflacionário, tornou o *Federal Reserve* em um motor de deflação mundial, porque quando o FED arrastou a economia norte-americana para uma recessão prolongada, levou junto a maior parte do mundo.

As políticas monetárias perseguidas pelo Banco Central americano nesse período permitiram não apenas a retomada e confirmação da hegemonia político-econômica norte-americana, como ainda manifestaram o surgimento de uma nova ordem monetária internacional, em que o dólar deixava de ser, nas palavras de Tavares,

(...) um padrão de valor no sentido tradicional dos regimes monetários internacionais anteriores (padrão ouro-libra e padrão ouro-dólar), mas cumpria, sobretudo, o papel mais importante de moeda financeira em um sistema desregulado onde não existem paridades cambiais fixas e onde o valor do dólar é fixado pela taxa de juros americana, que funciona como referência básica do sistema financeiro internacional em função da capacidade dos EUA em manterem sua dívida pública como o título de segurança máxima do sistema (TAVARES e FIORI, 1997, p 64).

Para que pudesse elevar tão brutalmente as taxas de juros, o governo norte-americano precisou sacrificar o superávit fiscal. A diferença, no entanto, em relação aos anos 1970, foi a forma com que os Estados Unidos passaram a financiar esse déficit: através da emissão de papéis do Tesouro, como uma espécie de colchão de liquidez. A prática, recorrente até os dias de hoje, permitiu que, mesmo quando a América Latina se encontrava em crise nos anos 1980, os bancos privados não se ocupassem com seus créditos indesejados, mas, ao contrário, pudessem limpar seus balanços trocando-os por títulos do governo a taxas de juros bastante convidativas. Belluzzo resume o processo:

As condições internacionais mudaram significativamente depois das decisões cruciais dos anos 1970, ou seja, depois do decreto de inconvertibilidade do dólar em 1971; da adoção do regime de flutuação cambial em 1973; e, da elevação da taxa de juros americana em 1979. A partir de então, e particularmente nas últimas duas décadas do século XX e no começo do XXI, três movimentos centrais e interdependentes promoveram profundas transformações na economia global: a liberalização financeira e cambial; a mudança nos padrões de concorrência; a alteração das regras institucionais do comércio e do investimento - todos conducentes ao reforço do poderio econômico americano. O que a década de 1970 trouxe para o mundo foi um regime de flutuação cambial e a determinação do dólar enquanto moeda internacional. O dólar, não mais atrelado ao ouro, não se mantém artificialmente valorizado. Com o fim da

convertibilidade, o dólar, despreocupado com as reservas finitas do metal, se vê livre para exercer suas funções internacionais. (BELLUZZO, 2005, p 29)

A reorientação da teoria econômica nos anos 1970, por seu turno, proporcionou a justificativa monetarista ao Choque do Juros, de Paul Volcker, em 1979, mas a hipótese das expectativas racionais e a ideia de que choques internos não alteram a percepção dos agentes para sequer causar ilusão monetária atingem os anos 1980 com a Retomada Neoliberal pelos governos norte-americanos (com a eleição de Ronald Reagan, em janeiro de 1981), inglês (com a eleição de Margaret Thatcher para posição de Primeira Ministra, em 1979) e de outras nações desenvolvidas. Os governos conservadores enfraqueceram os sindicatos e alteraram a estrutura das relações de trabalho em toda a sociedade desenvolvida. De acordo com Vercelli, ainda que nesse período a taxa de desemprego fosse pequena, as posições de emprego permanentes perdiam espaço para trabalhos terceirizados, mal pagos e informais (VERCELLI, 2010, p 8).

O sistema monetário, como consequência das políticas econômicas praticadas pelos Estados Unidos ao longo dos anos 1970, se descentralizara. As principais moedas passavam por volatilidades cambiais intensas. A intenção era de que as variações cambiais se traduzissem em oportunidades para a solução de desequilíbrios no balanço de pagamentos e de que houvesse maior liberdade para as políticas cambiais de cunho nacional. Mas os verdadeiros efeitos se deram na instabilidade cambial e na mobilidade de capital. Por ter ficado muito variável, o câmbio se viu compensado por variações nas taxas de juros. Quando a taxa de juros é usada para atrair capitais, ou seja, quando os juros são altos, os fluxos financeiros se ampliam em direção à nação, e isso necessariamente valoriza a moeda, alterando e atrelando o câmbio aos fluxos financeiros e não mais ao seu desempenho produtivo e comercial relativo.

A liberalização econômica e a desregulamentação financeira tiraram as restrições à mobilidade de capital e alteraram as regras do marco regulatório tanto no sistema financeiro em geral quanto no sistema bancário em particular. Os próprios desequilíbrios no Balanço de Pagamentos dos Estados Unidos espalharam dólares pelo mundo. Os bancos norte-americanos se transnacionalizaram e expandiram, bem como o Euromercado, que alimentava um mercado de crédito desregulamentado e a internacionalização das finanças. Num segundo momento, o financiamento via crédito das empresas se converteu em emissão de títulos

dessas próprias empresas. O surgimento da finança direta e as possibilidades de securitização marcaram o início de um novo e instável período do sistema financeiro.

Dos anos 1980 em diante, a volatilidade do câmbio, dos juros e dos preços se intensificou, bem como a liberalização e a desregulamentação financeira. A política norte-americana de imposição da hegemonia do dólar se expressava, nesse momento, como um estímulo à expansão do sistema financeiro internacionalizado. É uma transformação importante, que diferencia as décadas de 1960 e 1970 das duas décadas seguintes, a predominância do mercado de títulos (mercado de capitais) em detrimento do mercado de crédito bancário: os fenômenos da finança direta e desintermediação financeira.

Nos Estados Unidos, o *Federal Reserve* passou a ser dirigido, a partir de 1987, por Alan Greenspan, cujas políticas econômicas se mostravam congruentes com a teoria do Novo *Laissez Faire*. A mesma fórmula monetária, conhecida inclusive como *Greenspan put*, fora utilizada pelo presidente do FED para resolver a quebra da bolsa de 1987, a Guerra do Golfo, a crise Mexicana, a crise Asiática, a crise das *dotcom* e o ataque de Onze de Setembro: bombear liquidez no sistema econômico real sempre que um excesso de demanda emergisse no mercado financeiro. (VERCELLI, 2010, p 8). Para Vercelli, os benefícios de interromper a recessão no curto-prazo não são suficientes quando considerados os efeitos sistêmicos devastadores de longo-prazo, uma vez que, com o mercado de trabalho reestruturado, ainda que fosse possível impedir a alta inflacionária convertendo-a em inflação financeira, o que no curto-prazo aumentava o salário dos financistas e de certa forma era passado para o resto da sociedade, esse ciclo não compensava as perdas relativas ao mercado de trabalho e ao enfraquecimento da posição do trabalhador frente a seu empregador. Em outras palavras, ainda que a escolha pelo sistema financeiro em detrimento do sistema produtivo parecesse resolver o funcionamento da economia sem pressões inflacionárias no curto-prazo, o crescimento de longo-prazo se mostrava inferior ao do período de políticas keynesianas, e especialmente mais inseguro ao trabalho:

O afrouxamento da política monetária de Greenspan numa economia cada vez mais financeirizada teve o efeito de dopar a economia: recessões mais curtas e menos dolorosas e uma maior tendência de crescimento foram compradas com um custo alto de intoxicação da economia. O *Greenspan put* encorajou a especulação, um enfraquecimento do risco de percepção e danos morais crescentes. (VERCELLI, 2010, p 9).

Outro fenômeno característico dos anos 1980 e 1990 é a emergência de um novo paradigma tecnológico com base nas Novas Tecnologias da Informação e Comunicação (NTIC). Entre elas, estão os computadores de uso pessoal; a internet; a telefonia móvel; o correio eletrônico; *websites*; canais de televisão por assinatura; tecnologias de suportes de dado e tecnologias de acesso remoto. A manifestação e crescimento dessas tecnologias agilizou e horizontalizou o acesso à informação, as formas de comunicação e a integração dos sistemas econômicos, ao mesmo tempo em que afastou da regulamentação estatal os processos e negócios da empresa privada. Em relação ao sistema financeiro em geral e do sistema bancário em particular, as inovações reduziram ou eliminaram as restrições à mobilidade de capital, e a alocação do capital foi flexibilizada pelo surgimento das inovações técnicas que incentivavam a expansão do mercado financeiro internacional de forma integrada. Surgiram novos produtos e novos serviços financeiros, como os derivativos, além de novas formas de oferta de produtos financeiros já existentes, como é o caso da securitização.

As inovações técnicas atingiram o sistema financeiro e o transformaram. Operações rotineiras, como saques de conta-corrente, se simplificaram, e operações tipicamente empresariais, como a transação com ações das bolsas de valores, se popularizam com o advento da internet e do computador pessoal. As inovações financeiras, como os derivativos e a securitização, só se tornaram possíveis com a flexibilização do destino do capital, viável apenas após a emergência dessas novas tecnologias.

À exemplo de seu governo, as famílias estadunidenses se aproveitaram das facilidades do acesso ao crédito e das possibilidades financeiras referentes à alta mobilidade de capital e enveredaram pelos caminhos do endividamento. As famílias e as empresas, atraídas pela crescente valorização do mercado de ações, reduziram cada vez mais as taxas de poupança e aumentavam os empréstimos bancários, porque se alimentaram de determinada “riqueza fiduciária”; uma riqueza baseada mais na valorização de ações que o lastro dessas unidades econômicas. No caso de desvalorização dessas ações, o endividamento do momento anterior (relativamente aumentado) faria o patrimônio das famílias desinflar drasticamente.

Enquanto a elevação dos preços de ações influenciava diretamente as decisões de consumo das famílias, as instituições financeiras buscavam novos clientes, com patrimônios inflacionados, para compartilhar a crescente sensação de otimismo que os últimos anos da

liberalização haviam gerado. As ações obtidas diretamente ou por intermédio de fundos de investimento, companhias de seguro, *hedge funds*, fundos de investimento vinculados à participação acionária (*private equity*), fundos de pensão ou fundos mútuos (*mutual funds*) consubstanciaram parcela significativa do patrimônio familiar e empresarial. A combinação entre *boom* tecnológico e afrouxamento regulatório (especialmente no setor financeiro), deu vazão, naquele período, a um crescimento no mercado de derivativos e rentabilidade nos negócios de securitização. No entanto, de acordo com John Cassidy (CASSIDY, 2009, p 343), o gatilho para a desenfreada corrida na direção da concorrência especulativa ainda seria acionado. Além disso, a gestão Greenspan no FED deu ampla permissão jurídica às aquisições e fusões entre bancos comerciais, bancos de investimento e companhias de seguros, o que criava espaços para a formação de conglomerados financeiros.

O cenário passou a ser marcado pela presença do *shadow banking*, crescente, de acordo com o autor que cunhou essa nomenclatura, Paul McCulley, desde os anos 1970. Distantes da regulação estatal, os agentes do *global shadow banking* possuíam capacidade criativa de liquidez via concessão de crédito e financiamento, mas não podiam contar com acesso aos bancos centrais e não tinham depósitos em caixa para segurança contra eventuais colapsos. Sujeitas à instabilidade, essas instituições costumavam depender de financiamentos de curto prazo baseados ou em papel comercial lastreado em ativos, ou no mercado de acordos de recompra (*repo market*), em que os mutuários ofereciam uma garantia (muitas vezes até um patrimônio) contra um empréstimo em dinheiro e, em seguida, vendiam a garantia para um credor e concordavam em recomprá-lo em um prazo determinado no futuro por um preço já acordado. Muitas vezes essas instituições investiam também em empréstimos de longo prazo, como hipotecas ou dívidas estudantis.

Se os anos 1990 deram dinamismo tecnológico ao sistema financeiro, a crise das *dotcom* foi a primeira prova de uma crise com caráter financeiro dinâmico. Até esse momento, a fórmula de Greenspan havia sido muito promissora em impedir o que as políticas de ordem keynesiana tinham como dano colateral: o viés inflacionário na economia real. O custo, no entanto, de dar ao sistema financeiro o bônus e o ônus inflacionário resultou em uma série de crises financeiras circunscritas a setores específicos durante os anos 1980 e 1990, e, finalmente, em duas significativas crises globais: a crise das *dotcom*, no início dos anos 2000, e a crise *subprime* no final dessa mesma década.

O *Greenspan put*, ao injetar liquidez para resolver a recessão dos anos 2000, teve, no curto-prazo, sucesso em impedir uma depressão mais profunda. No entanto, o excesso

de confiança no paradigma neoliberal deu permissividade ao sistema financeiro ao mesmo tempo em que gerou, nos agentes econômicos, uma sensação de extrema confiança que os levou a tomar posições cada vez mais arriscadas no escopo das inovações tecnológicas e financeiras. Arriscar-se no sistema logo em seguida a uma crise financeira seria impensável não fosse a política coordenada de Greenspan de socorrer instituições financeiras bancárias e não bancárias virtualmente falidas consideradas muito importantes para falir. Essas instituições eram premiadas pelo Estado no caso de suas atitudes arriscadas gerarem consequências depressivas.

A crise de 2008 resumiu a influência que a inovação tecnológica, combinada com conservadorismo e falta de regulação, pode alcançar num cenário de intensa fragilidade financeira. A facilidade de contágio que o estouro da bolha imobiliária mostrou ter ao espalhar a crise por tantos setores de tantos países não tinha precedentes na história econômica, e, na visão de Vercelli, a mais plausível explicação reside na fragilidade imposta a um sistema regido pelo *laissez-faire*, que trocara os danos na economia real por instabilidade financeira, até então aparentemente segura e livre de riscos no longo-prazo.

É interessante notar que, para Vercelli, apesar de o período que se inicia nos anos 1980 ser amplamente conhecido na teoria econômica como Retomada Neoliberal, há algo de vulgar nessa nomenclatura. Para o autor, o liberalismo provava, no passado, estar bastante ciente das limitações do mercado para sugerir que fosse assim totalmente livre de quaisquer regulamentações. Portanto, apesar de reconhecer a ampla utilização do termo, Vercelli prefere denominar esse período como Novo *Laissez-Faire*, uma releitura da teoria econômica de crucial contribuição para formação e estouro da bolha financeira de 1929.

Se há, agora, no debate econômico, consenso em relação ao desgaste das proposições econômicas que levaram à crise; as causas e os motivos teóricos do estouro da bolha imobiliária americana e seu amplo contágio permanecem uma discussão acalorada (VERCELLI, 2010, p 13-14). Enquanto os críticos das políticas perseguidas por Greenspan culpam as hipóteses neoliberais (de que as falhas no mercado são apenas exógenas) e seus defensores políticos (por ignorarem as limitações do mercado real), os defensores da mão invisível mantêm o discurso de que as políticas econômicas são capazes de distorcer as informações para os agentes econômicos, incapacitando-os de exercer sua racionalidade natural (plena?) no mercado.

2. A Crise Financeira Recente

A partir da proposta e dos elementos estruturais discutidos na Introdução, este capítulo tem por objetivo dar uma visão mais conjuntural e factual sobre os determinantes da crise financeira recente, para, no próximo capítulo, analisar as várias interpretações correntes em teoria econômica, sobre tais eventos.

2.1. Antecedentes imediatos à crise

A elevada complexidade e a alta movimentação financeira, aliadas às transformações tecnológicas possibilitadas pelo advento da internet, fizeram do final dos anos 1990 e do início dos anos 2000 um período de vertiginosa ascensão de empresas totalmente voltadas ao comércio de produtos ou informações acessíveis exclusivamente no mundo da internet. As chamadas empresas *dotcom* invadiram o mercado, drenando a atenção do comércio real para o *e-commerce*, e energizando a movimentação das ações, a ponto de que se criasse uma bolsa de valores especialmente para o ramo: a Nasdaq. A internet alterou os processos empresariais e deu origem a novos tipos de relacionamento entre fornecedores, empresas e clientes sem a necessidade de uma estrutura física, através do comércio eletrônico de bens e serviços, e com menor necessidade de investimentos em relação as empresas do comércio tradicional. A mensuração patrimonial dessas empresas, pela ausência física, se realiza através da abertura de capital no mercado acionário e pela valorização de seus ativos financeiros.

A passagem dos anos 2000-2001 foi marcada pelo *crash* da bolsa Nasdaq ocasionado pelo colapso do ciclo de supervalorização dos ativos financeiros ligados a essas empresas. Os altos juros praticados pelo Banco Central americano, até aquele momento, tiveram papel na escolha dos agentes econômicos pelas empresas *dotcom*, cujo patrimônio se encontrava espalhado em papéis acionários no mercado financeiro, em detrimento de investimentos de base produtiva. Nesse cenário, uma rede conexa de atores financeiros, como bancos de investimento e agências de classificação de risco, se envolveu no processo de supervalorização, angariando credibilidade às ações das empresas *dotcom* e comercializando-as, socializando os riscos de sua posse. Segundo John Cassidy (CASSIDY, 2009, p 347), quando a bolha da Nasdaq estourou, em março de 2000, a destruição foi de cerca de dois trilhões de dólares em papel-moeda, e até o final de 2001, os custos totais desses mercados beiravam os sete trilhões. Ainda que a maior parte desse dinheiro, na visão desse autor, fosse apenas “imaginária”, essa perda causou uma poderosa força deflacionária sobre a economia americana, o que levou Greenspan a cortar as taxas de juros para prover liquidez para a economia. Para lidar com o consumo e o investimento empresariais em baixa, o FED ainda

cortou a taxa interbancária, o que pareceu impulsionar a retomada do crescimento econômico. No entanto, “na verdade, o FED, ao manter as taxas de juros artificialmente baixas, estava no processo de substituir uma bolha por outra”. (CASSIDY, 2009, p 348).

Para Cassidy, as políticas monetárias perseguidas pelo FED, sob a direção de Greenspan, aliadas à crença teórica na auto regulação dos mercados, foram as grandes responsáveis não apenas pelo surgimento da bolha das *dotcom*, mas, e principalmente, pelo incentivo às atitudes especulativas que, nos anos que se seguiram, deram origem à crise *subprime* norte-americana:

A combinação de um FED que pode emitir moeda, depositar seguros, e de um Congresso que pode autorizar resgates, fornece uma extensa rede de segurança para grandes empresas financeiras. Em tal ambiente, perseguir uma política de dinheiro fácil combinada com desregulamentação não caracteriza uma economia de livre mercado, mas uma forma de capitalismo de compadrio. Os ganhos das inovações financeiras e especulação são privatizados, e em sua maioria se destinam a um pequeno grupo de pessoas ricas que sentam no ápice do sistema. Muitas das perdas são socializadas. Tal estrutura política não é apenas injusta, é também desestabilizadora. Uma vez que o FED abdica de sua responsabilidade de prevenir tomadas de risco excessivas, a racionalidade irracional vai eventualmente garantir que o sistema se mova em direção ao que Minsky chamou de finança Ponzi. Em junho de 2003, esse processo estava bem avançado. Nos dois anos e meio que restavam até a aposentadoria de Greenspan, ele se tornaria irreversível. (CASSIDY, 2009, p 350).

Desde os anos 1990, o mercado imobiliário mostrava-se em ascensão e, em meio à desregulamentação financeira, seu poder acionário também tinha tendência crescente. Com o agravamento da crise em meados dos anos 2000, os incentivos de Alan Greenspan não inibiram o comportamento de risco dos investidores financeiros, mas, ao contrário, os direcionaram para esse mercado que, já em alta, passava por um momento oportuno de endividamento do setor privado, em meio a uma política de créditos a juros baixos, e a valorização do mercado de imóveis, via dispersão dos contratos de dívida *subprime*².

² O mercado hipotecário norte-americano possui, a rigor, quatro classificações de risco hipotecário de acordo com o agente tomador de empréstimo: *prime*, *alt-a*, *subprime* e *jumbo*. As hipotecas consideradas *prime* são dadas a tomadores que possam comprovar uma renda sólida e um histórico de crédito equilibrado, com completa documentação acerca de sua receita, ativos e passivos. As hipotecas *alt-a* são mais flexíveis, e podem ser dadas a tomadores com bom histórico de crédito, mas com mais dificuldades de apresentar completa documentação para amparar o empréstimo requisitado, e são por isso consideradas mais arriscadas do que as hipotecas *prime*. A hipoteca mais arriscada, no entanto, é a *subprime*, dada a tomarem com fraco histórico creditício e, muitas vezes, sem qualquer verificação acerca de seus rendimentos, ativos e passivos. Essa hipoteca é oferecida a agentes que, normalmente, não se qualificariam ao empréstimo, oferecidas especialmente por agências governamentais que costumam operar apenas com hipotecas de baixo risco. Uma hipoteca *jumbo*, por fim, é aquela que pode ter alta qualidade de crédito, mas ultrapassa o limite de

Em junho de 2003, a *Federal Funds Rate*, a taxa de juros na qual uma instituição depositária empresta fundos mantidos no FED para outra depositária no *overnight*, chegou a 1%, a menor taxa praticada pelo *Federal Reserve* em 45 anos. Quanto menor essa taxa, mais barata a concessão de crédito no curtíssimo-prazo entre essas instituições confiáveis e solventes, depositárias do Banco Central, e, portanto, maior o incentivo ao empréstimo em toda a economia, na medida em que essa taxa influencia a formação das demais taxas de juros. Em outubro de 2004, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), a agência federal norte-americana responsável pela aplicação das leis de títulos federais e pela regulação de valores imobiliários acionários, relaxou as exigências de capital líquido para os cinco maiores bancos de investimentos dos Estados Unidos, nomeadamente, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bear Stearns e Morgan Stanley, o que incentivou práticas de alavancagem de trinta ou quarenta vezes o capital próprio dessas instituições.

Os incentivos da política monetária propícia à tomada de empréstimos a juros baixos, combinados com o elemento especulativo que caracteriza o mercado imobiliário, na medida em que a alta de preços leva a um aumento da demanda (diferente do que aconteceria em mercados considerados estáveis, em que um aumento de preços leva a uma diminuição da demanda), impulsionaram uma sensação de super-confiança que, amparada pelas decisões monetárias levadas a cabo pelo *Federal Reserve*, encontrou nas inovações financeiras e nas manobras de *marketing* os agentes econômicos propícios ao mercado hipotecário. Esse mercado se caracteriza, tradicionalmente, por sua maturidade e por seu crescimento relativamente lento, o que incentiva a inovação financeira por parte das instituições financeiras como artifício de captura de novos clientes em diferentes parcelas populacionais. A concessão de hipotecas se firma através de contratos nos quais a propriedade imobiliária permanece com as instituições emprestadoras até a liquidação da dívida e seus juros.

Uma das estratégias mais arriscadas elaboradas pelas instituições financeiras do *global shadow banking* foi a captura de uma parcela populacional totalmente nova ao mercado imobiliário, os chamados indivíduos NINJA, do acrônimo, em inglês, *no income, no job, no assets*³. Sem comprovação de bens ou renda, esses clientes tomavam

empréstimo convencional determinado pelas duas empresas *government-sponsored*, Fannie Mae e Freddie Mac.

³ Os indivíduos “sem renda, sem emprego e sem ativos” são aqueles que se qualificam tão somente para uma hipoteca *subprime*, em que condições de empréstimos são pouco rigorosas e não requerem comprovação documental acerca das possibilidades de pagamentos futuros dos tomadores hipotecários.

financiamentos imobiliários ou contraíam dívidas no cartão de crédito que só seriam rolados através da renegociação. Num primeiro momento, o acolhimento dessas pessoas nos círculos econômicos permitia não apenas o seu ingresso na sociedade de consumo norte-americano, mas também o fazia auferindo ganhos cada vez maiores para os agentes financeiros. Tanto os decisores políticos preocupados com o bem-estar da população quanto aqueles ansiosos pela lucratividade dos agentes privados pareciam satisfeitos com os rumos do *shadow banking* e da securitização:

Por um tempo, o novo modelo de empréstimo *subprime* dirigido pela securitização pareceu funcionar com a vantagem de todos estarem envolvidos. Muitas famílias americanas de orçamento apertado que já haviam sido rejeitadas por bancos e instituições de poupança tiveram a oportunidade de comprar uma casa; corretores e credores hipotecários abocanharam altas taxas e comissões; Wall Street descobriu um novo e lucrativo negócio; investidores do mercado de títulos receberam maiores rendimentos. (...) Decisores de políticas de ambos os partidos saudaram esse desenvolvimento. (CASSIDY, 2009, p 375 – 376).

No entanto, logo ficou claro que enquanto a propriedade residencial ficava nas mãos dos corretores e os clientes que adquiriam o financiamento se esforçavam por pagar os juros da rolagem e quitar a dívida em sua totalidade, os contratos *subprime* eram vendidos em pacotes para agências financeiras ou bancárias, a fim de se beneficiarem do circuito da securitização.

A cadeia de securitização⁴ tem início a partir do momento em que uma instituição financeira origina um empréstimo. No caso das hipotecas concedidas durante o período de aquecimento do mercado imobiliário norte-americano, a inclusão dos indivíduos NINJA tinha como argumento a valorização dos imóveis que, após um período de pagamentos baixos da hipoteca, permitiriam a renegociação do empréstimo e a aquisição de um refinanciamento com base em um ativo sobrevalorizado. Os indivíduos tomadores do empréstimo *subprime*, portanto, teriam um período de dois ou três anos com taxas pequenas de juros e pagamentos hipotecários, e se mantinham tão otimistas quanto os

⁴ A Securitização, processo usual durante os anos 1970, pode ocorrer, a partir dos anos 1990, de duas maneiras: Securitização Primária ou Secundária. A Securitização Primária se define pela emissão direta de títulos (ações e dívidas) pelos tomadores de recursos (empresas, bancos, governos, outras instituições financeiras) em substituição ao crédito bancário. A Securitização Secundária, por sua vez, é a securitização dos ativos dos bancos (empréstimos que concedem aos tomadores de recursos). O crédito concedido pelo banco é transformado em título e a liquidez é, dessa forma, adiantada. O risco se dilui ou é repassado e os títulos podem ser renegociados muitas vezes.

agentes financeiros de que o aquecimento do mercado imobiliário permitiria o refinanciamento de suas dívidas após esse prazo. Em um segundo momento, a dívida originada era vendida a uma instituição financeira. Durante os anos que antecederam a crise financeira, os corretores que originaram hipotecas, especialmente do mercado *subprime*, venderam-nas a instituições financeiras, como bancos de investimento, visando a lucratividade conjunta sobre a suposta valorização auferida sobre a dívida e paga sob a forma de juros altos, e, especialmente, a socialização dos riscos de inadimplência desses indivíduos sem comprovação de propriedade ou renda.

O terceiro elo da cadeia de securitização é o empacotamento da dívida adquirida por parte da instituição financeira. Nos Estados Unidos, os bancos de investimento eram os responsáveis por transformar esses contratos em títulos comerciáveis (*underwriting*), através da confecção de complexos derivativos⁵, denominados *Collateralized Debt Obligations*, ou, como ficaram conhecidos, CDOs. Como pacotes, esses derivativos continham não apenas os contratos *subprime* do mercado imobiliário, mas outras dívidas como financiamentos de automóveis, dívidas de cartão de crédito ou créditos estudantis. Apesar de constituírem riscos diferentes, essas dívidas eram comercializadas no mercado acionário como um único instrumento financeiro com as demais instituições financeiras, bancos de investimento ou comerciais, ou quaisquer outros investidores dispostos à participação nessa corrente. Os agentes econômicos que compunham o quarto elo, de fato, eram os mesmos que compravam e empacotavam as dívidas hipotecárias, e mesmo os que as originavam, compondo um complexo de trocas altamente integradas. Do mercado acionário participavam investidores diversos, *hedge funds* e diferentes filiais de bancos de investimentos e bancos comerciais. Os grandes bancos internacionais também se inseriam nesse mercado através de *Special Investment Vehicles* (SIV), uma espécie de conjunto de investimentos que obtém lucro da diferença de preços de produtos financeiros estruturados, como os CDOs, e de dívidas de curto prazo. Através dessas SIVs, tornava-se possível desenvolver e adquirir notas promissórias lastreadas em ativos (*asset-backed commercial papers*) e emitidos com base nas linhas de crédito baratas e de ciclos curtíssimos de renovação dos demais bancos, com o objetivo de compra de ativos de alta remuneração. Esses veículos costumam ser altamente alavancados e tomam empréstimos

⁵ Derivativos são ativos cujo valor é determinado (derivado) pelo valor de outros ativos ou pelo comportamento de algum outro mercado, ou ainda pela ocorrência de alguma combinação de eventos. Sua proposta é servir como proteção contra um movimento de um dado mercado e extrair benefícios de movimentos de um ou mais mercados.

de curtíssimo prazo, o que os torna, como resultado, muito expostos à liquidez nos mercados monetários.

Após o empacotamento direcionado à revenda das diversas dívidas e empréstimos originados e securitizados pelas instituições financeiras, em um quinto momento, ocorria a avaliação dos derivativos em trânsito no mercado de títulos. Esses pacotes financeiros heterogêneos passavam pela avaliação de agências de classificação de risco, cujas funções eram as de avaliar os riscos prováveis dos derivativos comercializados e determinar a eles uma nota adequada:

Agências de classificação [*rating agencies*] são uma solução do setor privado para o problema da informação assimétrica: ao investigar as companhias e produtos que abrangem, e ao determinar notas baseadas no que encontram, executam uma tarefa essencial de triagem. Ofertantes de capitais, ao invés de serem forçados a descobrir se cada companhia ou título específico é uma aposta sólida, podem confiar na opinião especializada de uma agência de classificação. Isso assumindo, é claro, que as agências de classificação são integralmente objetivas e razoavelmente precisas. Em relação aos títulos hipotecários subprime, elas não eram nem uma coisa, nem outra. (CASSIDY, 2009, p 387-388).

As notas recebidas por esses derivativos influenciavam sua comercialização. A máxima nota que um pacote financeiro poderia receber, o que indicaria que seu risco é o menor possível, é AAA, a nota comumente dada apenas a títulos do Tesouro americano. No funcionamento dos mercados de títulos que culminou na crise de 2008, a grave heterogeneidade dos pacotes financeiros e sua ampla dispersão nos mercados dificultou a avaliação dos riscos de inadimplência neles embutidos, o que, aliado ao otimismo dos agentes financeiros, resultou em notas altas mesmo em pacotes de qualidade duvidosa, como os *subprime*, que foram adquiridos inclusive por fundos mútuos e fundos de pensão. De acordo com Kregel (2008), essa avaliação enganosa é em parte responsável pela comercialização excessiva de derivativos *subprime*, e em parte a explicação causal para o colapso do mercado acionário americano em 2008.

O sexto elo da cadeia de securitização eram as seguradoras de risco desses pacotes financeiros. Essas agências diversificaram sua atuação para entrar nesse ciclo financeiro através da emissão de *Credit Default Swaps* (CDS), uma espécie de apólice de seguros que garantia evasão aos prejuízos no caso de alguma ocorrência incidente sobre determinado patrimônio. As apólices cobriam, portanto, os prejuízos que os derivativos

poderiam gerar na eventualidade de um *default*, ou no caso de flutuações no mercado financeiro que diminuíssem o valor ou classificação dos CDOs, Desse modo, a maior seguradora do mundo, a *American International Group*, ou AIG, não somente assegurava empréstimos comerciais aos diferentes agentes econômicos, fossem eles países ou empresas, mas também se empenhava na criação de apólices para proteger CDOs vinculados, sobretudo, ao mercado hipotecário, em troca do pagamento de prêmios cuja arrecadação constituiria o montante necessário à cobertura da inadimplência do instrumento financeiro.

Todos os agentes econômicos envolvidos na cadeia de securitização do mercado *subprime* sofriam, na visão de Cassidy (CASSIDY, 2009, p 368), de um mesmo mal: otimismo. Mas quando houve uma reversão das expectativas no mercado imobiliário, em especial quando a percepção de que o estoque de casas estava em excesso colidiu com o receio de inadimplência depois do período de maturação dos contratos, os bancos de investimento e demais instituições financeiras passaram a liquidar suas hipotecas, o que aumentou a oferta de imóveis no mercado e reduziu drasticamente os preços desses patrimônios. A percepção tardia de que a grande maioria das pessoas que havia contraído dívidas no mercado imobiliário não seria capaz de cumprir com seus compromissos levou os bancos de investimento a usarem as hipotecas que possuíam para colocar as casas supervalorizadas no mercado, mas, ao invés de recuperarem seus investimentos iniciais lucrativamente, o movimento baixista de manada levou o mercado imobiliário a uma queda brutal de preços, e a desvalorização dos patrimônios colocou em risco a liquidez de todo o setor financeiro. No dia 15 de setembro de 2008, a crise era deflagrada com a falência de um dos principais bancos de investimentos norte-americano, o *Lehman Brothers*, e com a declaração de insolvência de uma de suas principais seguradoras, a *American International Group Inc* (AIG), que acabou sendo socorrida pelo governo americano. Menos de dois meses antes, as falidas *Fannie Mae* (*Federal National Mortgage Association*) e *Freddie Mac* (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*), ambas grandes empresas no ramo de empréstimos pessoais e hipotecas, haviam sido estatizadas. O *Federal Reserve*, já sob a presidência de Ben Bernanke, anunciou empréstimos bilionários à AIG enquanto o Congresso Americano votava um pacote de socorro aos bancos americanos de cerca de 850 bilhões de dólares, que incluía a compra de “créditos podres” e inúmeras isenções fiscais (CASSIDY, 2009, p 483 – 488). Para Cassidy, o posicionamento do governo americano, tanto em relação às políticas monetárias anteriores à crise, quanto em relação às decisões de salvar algumas das

instituições financeiras que faliram por seu próprio comportamento irresponsável, mas não todas⁶, foi definitivo e culposo para a criação, ascensão e estouro da bolha imobiliária norte-americana.

A complexidade do sistema financeiro, e seu teor internacionalizado, bem como a amplitude e a abrangência das inovações e instituições financeiras fez com que a cadeia dos derivativos não ficasse restrita ao seu lastro original, o mercado imobiliário americano, mas incluísse, na socialização de lucros e perdas, os bancos, fundos e investidores institucionais de muitos países, especialmente europeus. A maleabilidade e a amplitude do sistema financeiro americano estão ancoradas nas duas instituições de maior credibilidade mundiais, nomeadamente, a moeda norte-americana e seu patrono por emissão, o *Federal Reserve*. A confiança dos agentes nessas instituições, bem como o alcance mundial de que elas gozam, permitiu que o esquema inovador *subprime* fosse tão dinâmico quanto dilatado, atraindo agentes econômicos de toda a pirâmide social e de diversas funções e nacionalidades: fosse a classe emergente norte-americana usando hipotecas para adiantar o consumo; fossem bancos europeus com papel ativo na expansão dos débitos e dos ativos ruins nos Estados Unidos; fossem agências de classificação e seguradoras americanas, com o benefício de serem *too big too fail*; fosse o próprio *Federal Reserve*.

2.2. Fraudes e Falcatruas

A crise que teve início no mercado imobiliário norte-americano se espalhou por todo o mercado monetário-financeiro do país e atingiu os sistemas bancários de outros países desenvolvidos devido à alta complexidade dos processos financeiros e à interconexão entre as diversas instituições financeiras de operações globais. Para muitos autores e analistas, o colapso financeiro foi resultado de um comportamento imprudente por parte das instituições e agentes participantes da cadeia de securitização que se beneficiavam tanto da pouca regulação estatal do setor financeiro quanto da perspectiva

⁶ Paulson e Bernanke foram culpados; seus crimes foram inconsistência e auto-engano. Ao resgatar o Bear Sterns, eles haviam compreendido a realidade de que, em um mundo de altas alavacagens, massivamente interconectado com o capitalismo financeiro, as firmas no centro do sistema não podem ser deixadas para implodir repentinamente; o dano colateral é muito grande. Mas durante os meses que se seguiram, com os mercados mais calmos, de algum modo Paulson e Bernanke permitiram-se imaginar que estavam de volta a um mundo mais simples e justo, em que uma irresponsabilidade financeira poderia ser responsabilizada. De que outra maneira explicar a quixotesca decisão de deixar Lehman, uma firma maior e mais interconectada do que Bear, quebrar em um único final de semana? (CASSIDY, 2009, p 483) – tradução livre.

de socorro e auxílio estatal no caso de se aproximarem da falência, por serem consideradas *too big to fail*. O comportamento especulativo, normal ao ambiente financeiro, pode ter incentivado não apenas a esquematização de processos financeiros inovadores e desregulados, com riscos excessivos, na busca pela lucratividade, mas também a imprevidência de alguns agentes econômicos e, inclusive, algumas atividades criminosas. De acordo com Kregel (KREGEL, 2008, p. 13), as fraudes que incorreram no mercado hipotecário, em especial aquelas relativas à classificação de risco dos pacotes que continham hipotecas *subprime*, influenciaram os agentes econômicos a tomar posições de financiamento mais arriscadas e, por fim, chegarem à inadimplência não por processos de fragilização financeira, mas pela ilusão provocada pelas falcatruas que ocorreram nessa comercialização.

Dentro da cadeia da securitização, é possível encontrar espaços férteis para a proliferação de atividades duvidosas, e, de acordo com um relatório do *Federal Bureau of Investigation* (FBI), intitulado *2008 Mortgage Fraud Report*⁷, o ambiente especulativo alimentou um clima desenfreado de fraudes hipotecárias que não apenas aprofundaram a crise e recessão econômicas, como ainda persistem, fruto das expectativas de valorização dos preços, ainda reduzidos, dos imóveis liquidados durante a crise. Em maio de 2009, foi promulgada uma lei de direito público nos Estados Unidos, a *Fraud Enforcement and Recovery Act of 2009*, ou FERA, com uma série de medidas para melhorar a execução penal das leis federais de fraude, principalmente em relação às instituições financeiras, à fraude hipotecária, e à fraude de valores mobiliários ou fraude de *commodities*.

⁷ Há, nesse relatório produzido com o objetivo de “fornecer *insights* sobre a amplitude e profundidade de crimes de fraude hipotecária perpetrados contra os Estados Unidos e os seus cidadãos em 2008”, uma definição, retomada de outro trabalho da agência, *FBI Financial Crimes Section, Financial Institution Fraud Unit, Mortgage Fraud : A Guide for Investigators*, de 2003, de fraude hipotecária:

Fraude hipotecária é uma distorção materialmente relevante, declaração falsa ou omissão invocada por um subscritor ou credor para financiar, comprar ou garantir um empréstimo. A fraude de empréstimo hipotecário é dividida em duas categorias: a fraude para a propriedade e a fraude para o lucro. Fraude para a propriedade ou habitação implica em deturpações por parte do requerente para fins de aquisição de um imóvel para residência. Este esquema geralmente envolve um único empréstimo. Embora os candidatos possam embelezar sua renda e ocultar suas dívidas, a intenção é a de pagar o empréstimo. A fraude para o lucro, no entanto, muitas vezes envolve vários empréstimos e esquemas elaborados cometidos para ganhar receitas ilícitas de venda de imóveis. Deturpações brutas relativas a laudos e documentos de empréstimo são comuns na fraude para esquemas de lucro e os participantes são frequentemente pagos por sua participação. (Federal Bureau of Investigation, 2003)

De acordo com Wray (2011, p. 13), as transformações no sistema financeiro que possibilitaram o surgimento da crise imobiliária e sua contaminação aos demais setores, como a atuação das instituições no *shadow banking*; a predominância de gestores profissionais nos fundos financeiros; a possibilidade de bancos comerciais e bancos de investimentos atuarem nas mesmas atividades; e, de forma geral, as diversas transformações da desregulamentação financeira, resultaram na ascensão da fraude enquanto processo normal de negócios. Dentro das instituições financeiras, de acordo com o autor, mascarar balanços deficitários se tornou uma prática rotineira e possivelmente inevitável em um cenário de elevada especulação e frouxa fiscalização. Enquanto a captação de indivíduos sem comprovação de renda ou bens para a concessão de hipotecas não pode ser considerada nada além de uma prática arriscada, o mascaramento de débitos através de práticas contábeis interfere nas negociações dos pacotes financeiros e pode ser considerado uma deturpação processável como esquema de obtenção de lucro, de acordo com o FBI. Segundo Wray, a investigação acerca da falência do Lehman Brothers atestou o engajamento do banco em uma variedade de práticas acionáveis materialmente enganosas de prestação de contas, utilizadas para mascarar déficits patrimoniais e realizar determinações arbitrárias de preços de ativos.

No âmbito das *credit rating agencies*, muito foi discutido em relação ao processo de atribuição de notas altas a pacotes financeiros que incluíam hipotecas *subprime*. As agências, cuja criação e desenvolvimento se baseavam no reconhecimento da necessidade de isonomia de informações, de outra forma impossível, a todos os agentes financeiros, foram submetidas a escrutínio em seguida à crise por classificarem como *triple A* alguns títulos lastreados em hipotecas securitizadas e influenciarem sua comercialização a agentes avessos ao risco. Além da atribuição arbitrária de notas e avaliações tendenciosas de risco de determinados títulos financeiros, as *rating agencies* também foram questionadas, nos meses seguintes ao início da crise, acerca de possíveis conflitos de interesses entre elas e as empresas ou títulos avaliados; em relação à pouca concorrência no mercado de avaliação de risco, e ainda sobre a transparência de sua atuação. Para muitos autores, a atuação dessas agências foi indispensável à cadeia de securitização e à venda de títulos lastreados em hipotecas *subprime*, uma vez que, tradicionalmente, o mercado hipotecário, por conceder créditos de longo de prazo, se posiciona avesso ao risco. Sem a chancela das notas *triple A*, é possível que fundos de pensão, entre outros agentes financeiros, mantivessem-se fora da especulação *subprime*, o que poderia, em certa medida, ter atenuado a crise. De acordo com a Subcomissão Permanente de

Investigações do Senado norte-americano, as agências de *rating* Moody's e Standard & Poor's fizeram elevadas recomendações de produtos financeiros de qualidade duvidosa emitidos por alguns de seus principais clientes, o que configura não apenas a participação dessas agências na avaliação enganosa de risco, mas ainda abre questionamentos de conflitos de interesse entre as instituições que emitem os produtos financeiros e as instituições que os avaliam. De acordo com Stiglitz (2010, p. 154), havia, inclusive, uma pressão para que essas agências fizessem classificações supervalorizadas, uma vez que eram pagas pelos próprios bancos de investimentos que originavam os pacotes a serem avaliados, que poderiam recorrer a agências concorrentes caso não recebessem uma nota que considerassem adequada.

Entre as seguradoras, foi comum o movimento de contra-especulação por parte dos bancos de investimento e demais instituições financeiras que, sob sigilo em relação aos seus clientes, se asseguraram contra derivativos e pacotes financeiros que não estavam à disposição destes mesmos clientes, de maneira que, em caso de calote, ainda estariam protegidos pela posse desses *swaps* de crédito. No ano de 2007, o Goldman Sachs desenvolveu CDOs específicos para promover lucros proporcionais às perdas de seus clientes, numa estratégia de contra-aposta. O banco, consciente do fracasso sistêmico das hipotecas subprime, subscrevia os CDOs visando sua própria desvalorização, de modo que os seguros previamente contratados gerariam o ressarcimento líquido das reservas bancárias. Para Cassidy (2009), a atuação das seguradoras abriu um espaço que beirava à ilegalidade na medida em que permitiam que as próprias instituições que comercializavam os derivativos – e, portanto, conheciam sua natureza duvidosa – apostassem contra esses pacotes assegurando-os e se beneficiando de seus colapsos enquanto seus clientes confiavam na alta classificação que haviam recebido. Como expõe o autor:

Comprar ou vender proteção por inadimplência na forma de um CDS permitiu que as firmas e investidores de Wall Street expressassem um olhar sob a solvência futura de um determinado tomador de empréstimo, ou um grupo deles. Isso, e o fato de que eles não costumavam colocar muito dinheiro adiantado, fazia dos CDS veículos perfeitos para especulação. (CASSIDY, 2009, p 368).

De acordo com Stiglitz (2010, p. 149), o esquema hipotecário e o modelo de administração de risco sofriam um conflito de interesses próprio da excessiva integração da cadeia de securitização. Os originadores da hipoteca, por exemplo, tinham incentivos para oferecer hipotecas maiores a seus clientes, independente das condições daquele agente econômico para estruturar suas dívidas, uma vez que recebia bonificação pela hipoteca contratada, mas em geral não arcava com o risco da inadimplência, que era securitizado. Os próprios corretores hipotecários, que avaliavam o valor do imóvel do proprietário para estabelecer o preço de uma hipoteca, acabavam participantes desse circuito, recebendo, não raramente, incentivos monetários dos emprestadores. Segundo o autor, a corretagem predatória foi, inclusive, integrada aos bancos de investimento, como no caso da Wells Fargo, que criou e manteve, por um tempo, sua própria subsidiária de administração de avaliações imobiliárias, a Rels Valuation.

Mas enquanto os indivíduos que hipotecavam ou financiavam suas casas viviam o sonho americano, os financistas de profissão participavam de um processo mais amplo de otimismo especulativo, em que atitudes arriscadas não apenas eram encorajadas como recompensadas através de grandes bônus oferecidos àqueles que assinassem mais contratos, fossem eles de hipotecas, empréstimos, ou mesmo de CDOs e CDS. Nas palavras de Stiglitz:

Se as contas bancárias de muitos dos principais executivos do setor financeiro sofreram grandes perdas, muitos outros aproveitaram a confusão para ganhar milhões de dólares (...). Mas nem o colapso do sistema conteve sua ganância. Quando o governo passou dinheiro aos bancos para que estes se recapitalizassem e garantissem o fluxo de créditos, eles utilizaram o dinheiro para pagar a si mesmos bônus sem precedentes por perdas sem precedentes. (STIGLITZ, 2010, p. 138)

De acordo com o autor, que acredita haver um risco moral associado à possibilidade de resgate de instituições consideradas *too big to fail*, nove instituições emprestadoras que, somadas, sofreram perdas de cem bilhões dólares, receberam como resgate 175 bilhões de dólares do governo americano e pagaram mais de 33 bilhões em bônus para funcionários e para dividir lucros com acionistas. Em suma, o risco excessivo somado à alavancagem excessiva praticada por essas instituições e seus funcionários criou um ambiente de alta lucratividade que foi mantido por um tempo, mas bonificado e novamente encorajado mesmo depois da falência.

3. Interpretações da crise financeira

Quando o setor financeiro norte-americano entrou em colapso em 2008, a teoria econômica também entrou em crise. Os modelos *mainstream* de explicação da economia, amplamente utilizados no mercado e na academia, não puderam prever o estouro da bolha imobiliária e também falharam em antecipar as consequências desencadeadas por esse segmento específico do mercado financeiro na economia em geral e suas repercussões internacionais. As políticas de intervenção governamental, no entanto, utilizadas para salvar os participantes do mercado considerados *too big to fail* naquele momento, de cunho heterodoxo, também não parecem ter sido suficientes para impedir a perda social norte-americana ou a severa e persistente crise europeia.

A crença na autoregulação dos mercados livres, que de alguma maneira norteia o pensamento conservador em todas as suas nuances teóricas, se mostrou, a uma grande parcela de economistas heterodoxos, incompatível com a existência de crises econômicas. Isso porque uma ruptura no tecido econômico coloca em xeque uma das suposições pilares dessa corrente de pensamento: o equilíbrio geral. Para Vercelli,

A rejeição dessa suposição básica implica no falseamento de todas as outras suposições características de tal teoria: que os agentes não cometem erros sistemáticos e têm expectativas racionais, que a incerteza é fraca e simétrica e assim por diante. (VERCELLI, 2010, p 15).

Mas o falseamento das suposições mais básicas do modelo ortodoxo não é encarado como um problema dentro da própria teoria econômica *mainstream*. Fucidji e Strachmann (FUCIDJI e STRACHMANN, 2010, p 22) mostram como o trabalho metodológico de Milton Friedman teve impactos que até hoje repercutem na elaboração acadêmica em prol do formalismo econômico e da modelização. Para esses autores, a controversa afirmação de Friedman de que uma teoria não sofre com o uso de suposições irrealistas desde que o resultado do processo de extrema simplificação seja uma previsão ou explicação válidas sobre o fenômeno em si a ser estudado, feita em seu trabalho “A Metodologia da Economia Positiva”, de 1953, deu a economistas de orientação ortodoxa um aval ao excessivo formalismo da teoria econômica.

Na tentativa de criar um modelo representativo do mundo real, mas de extrema simplificação matemática, muitas suposições irrealistas continuam sendo usadas sob a égide da retórica de Friedman:

Os principais resultados são: no plano material, teorias econômicas são elaboradas com quase completo desprezo pelos problemas do mundo real, e o “jogo acadêmico” é jogado por si mesmo. No plano metodológico, as teorias econômicas são atormentadas por falsidades reconhecidas que dificultam as explicações causais. É por isso que economistas *mainstream* algumas vezes precisam recuar e retratar seus posicionamentos. (FUCIDJI e STRACHMANN, 2010, p. 3).

As diversas interpretações que as diferentes correntes teóricas deram à crise *subprime* têm muito a revelar não apenas sobre a validade dos modelos que falharam em apontar o abismo a que as finanças se dirigiram durante a formação da bolha imobiliária, mas também sobre o cenário de falha e retratação teórica que o estouro dessa bolha deixou em evidência. Quando mesmo modelos completos e consistentes se mostraram incapazes de prever a amplitude que o colapso econômico tomaria, muitos autores da corrente ortodoxa se dispuseram a análises mais realistas das práticas em andamento da política econômica, reavaliando suas considerações sobre os precedentes do evento, e se posicionando em relação às medidas de recuperação pós-crise. De forma alguma rejeitando o uso dos modelos matemáticos, mas tomando-os com maior cuidado.

Mas se dentre os teóricos ortodoxos se encontram interpretações tão diversas (baixas taxas de juros perseguidas pelo Federal Reserve, para Krugman e Taylor; excesso de poupança mundial para Eichengreen; risco moral devido a políticas governamentais para Stiglitz, entre outros), entre economistas oriundos de diferentes correntes teóricas encontraremos maior diversidade de explicações. Esse terceiro capítulo tem por objetivo expor o pensamento de alguns acadêmicos de correntes teóricas diferentes (*mainstream*, marxista e pós-keynesiana), com o intuito de concluir por quais razões a escola de pensamento keynesiana se mostra preferível às demais como análise de teoria econômica na avaliação da crise financeira.

3.1 Interpretações *Mainstream*

3.1.1 Paul Krugman⁸

O economista, desde os anos 1990, é defensor do modelo IS-LM tal qual pensado por John Hicks, e se considera, na cisão acadêmica, um keynesiano de águas salgadas⁹. Suas críticas às “escolas de água doce” em geral se referem às dificuldades de previsão que os modelos econômicos, pouco descritivos da realidade econômica, enfrentam enquanto sucumbem a ideias como a hipótese da eficiência dos mercados e a das expectativas racionais. Para Krugman, essas escolas pecaram ao deixar a análise keynesiana de fora do cronograma acadêmico, mas são ainda mais culpadas de terem subestimado a necessidade de se estudar a história da economia mundial; o que, em momentos de crise, muitas vezes colabora para que se repitam erros do passado:

Economia de água doce, basicamente metade, ou mais, do campo da macroeconomia, parou de ensinar não apenas a pesquisa Novo Keynesiana, mas também o passado. E o que isso significou, quando a crise estourou, foi que tínhamos metade de uma geração de economistas que não só não tinha nenhum modelo que fazia sentido na crise, mas também reproduziu erros clássicos do passado. (KRUGMAN, 2012, p.3).

No contexto de crise, segundo a opinião de Paul Krugman, transparece a necessidade de economistas, dentro e fora da academia, munidos de abordagens fáceis, mas sofisticadas, de aproximações da realidade, algo que o “bom e velho modelo IS-LM” poderia resolver, mas cujo ensino e uso estiveram distantes do universo econômico. No contexto da crise de 2008, para o autor, a posição excessivamente otimista dos formuladores de políticas econômicas, em especial Alan Greenspan, que experimentara

⁸ Em 2008, Paul Krugman, atualmente professor da Universidade de Princeton, recebeu o Prêmio Nobel de Economia: mesmo ano em que a crise imobiliária norte-americana ganhava a mídia e a economia internacional. O colunista do The New York Times recebeu naquele ano o prêmio por demonstrar, através da análise dos efeitos da preferência do consumidor por diversos bens e serviços, bem como dos efeitos da economia de escala, os padrões de comércio internacional e concentração geográfica da riqueza. Além desses enfoques que lhe garantiram, naquele ano, prêmio tão estimado, seus esforços acadêmicos também se direcionaram a crises econômicas, em especial as de origem cambial.

⁹ Para o autor, as escolas estadunidenses que ficam no litoral mantiveram, via de regra, a abordagem keynesiana como principal teoria macroeconômica, tanto para pesquisas quanto nas salas de aula; enquanto as escolas que ficam no interior do continente, que Krugman chama de Universidades de água doce, adotaram modelos lógicos e racionais para estudar o comportamento dos agentes.

um período de serenidade inflacionária e empregatícia bastante diferente do cenário econômico dos anos 1970 e 1980, cumpriram papel determinante na formação e estouro da bolha imobiliária. Segundo Krugman, o método de Greenspan era mais convincente ao livre mercado, na medida em que não se propunha a alertar ou punir comportamentos arriscados através dos mecanismos disponíveis à política monetária, como a taxa de juros.

Com a taxa de juros muito baixa, os incentivos aos empréstimos que poderiam ser destinados ao mercado imobiliário cresceram, o que em parte explica uma ligeira subida nos preços das casas. Mas, ainda que Greenspan tenha falhado em emitir ao mercado sinais de que sua exuberância irracional não condizia às condições reais do setor, possivelmente abaixando as taxas de juros, as práticas de empréstimo mudaram de forma radical e evidentemente distante dos princípios tradicionais com uma reação exagerada à baixa nas taxas de juros.

De acordo com Krugman, os emprestadores e concessionários de crédito reagiram de forma a reduzir suas exigências de pagamento e financiamento, porque, enquanto o aumento dos preços se mantivesse, a possibilidade de vender o imóvel supria o risco do tomador de crédito não conseguir realizar seus pagamentos. Ademais, o circuito financeiro garantia que a baixa qualidade dessa clientela não passasse muito tempo nas mãos desses emprestadores, mas fosse repassada para investidores do mercado *subprime*.

O processo de securitização, há muito conhecido no cenário financeiro, ganhou uma inovação processual na medida em que permitiu que ativos imobilizados já transformados em títulos fossem recomercializados, alimentando a bolha imobiliária e inserindo cada vez mais agentes financeiros nesse processo. Mas a autoridade monetária da época, Alan Greenspan, parecia, na visão de Paul Krugman, ignorar a bolha em formação, afirmando, em mais de uma ocasião, que lhe parecia pouco provável que os preços dos imóveis sofressem alguma queda. Quando a bolha, que existia com maior abrangência que um episódio local, algo que até então o *Federal Reserve* parecia não admitir, de fato estourou, no entanto, Alan Greenspan já não era o presidente da instituição, e controlar a deflação e a recessão iminentes foram encargos de Bernanke. A crença de que a bolha imobiliária poderia ser, de alguma forma, contida, mostrava que o FED mantinha o otimismo e a liberdade econômicas como principais intenções na elaboração de políticas.

O problema da macroeconomia e da cisão que afastou a grande maioria dos economistas do estudo da história econômica, de acordo com Paul Krugman, transparece quando os formadores de políticas econômicas falham em reconhecer mudanças

estruturais do cenário econômico e se aprofundam quando os economistas da academia fracassam em passar lições aprendidas com episódios passados (KRUGMAN, 2009). A crise que seguiu a bolha imobiliária nos Estados Unidos foi formada em um cenário econômico diferente de suas precedentes, e ignorar a existência e poder do *shadow banking system* pode ter sido o erro fatal do *Federal Reserve*:

E isso, eu diria, é o núcleo do que aconteceu. Com o *shadow banking system* expandido para rivalizar ou até mesmo superar o sistema bancário convencional em importância, os políticos e oficiais do governo deveriam ter percebido que estávamos recriando o tipo de vulnerabilidade financeira que tornou possível a Grande Depressão, e deveriam ter respondido estendendo a regulação e a rede de segurança financeira para cobrir essas novas instituições. Figuras influentes deveriam ter proclamado uma regra simples: qualquer entidade que faça o que um banco faz, qualquer entidade que precise ser resgatada durante uma crise da mesma forma que os bancos, deve ser regulada como um banco. (Krugman, 2009, p. 163).

De acordo com Krugman, o simples reconhecimento da existência dessas instituições não bancárias que possuem algumas das funções dos bancos convencionais, no entanto, é insuficiente para prevenir a formação de outra bolha e a ocorrência de outra crise. Sua proposta econômica é de que, para evitar intervenções futuras de resgate econômico, quaisquer empresas ou instituições financeiras que possam ser consideradas *too big to fail* durante uma crise devam ser reguladas durante os períodos de tranquilidade para que não tomem riscos excessivos. Dessa maneira, Krugman trabalha com a ideia de que uma crise pode ser prevenida desde que o governo assuma suas responsabilidades de regulação do sistema e das instituições financeiras.

3.1.2 Robert Lucas¹⁰

De acordo com o autor, em um modelo econômico, os agentes devem ser considerados entes racionais, capazes de aprender com o passado e analisar demanda e ofertas presentes como forma de fazer previsões acuradas sobre o futuro. A partir dessas

¹⁰ Robert Lucas é um economista dos Estados Unidos, formado pela Universidade de Chicago, e reconhecido por N. Gregory Mankiw como o macroeconomista mais influente do final do século XX. Em 1995, se tornou ganhador do prêmio Nobel de Ciências Econômicas por seus trabalhos sobre a neutralidade da moeda associada à hipótese, de 1970, que o deixou famoso: as expectativas racionais.

capacidades, esses agentes econômicos tomam decisões com o intuito de maximizar suas próprias utilidades, e colaborarão com a produtividade social a partir de seus esforços individuais.

Os agentes racionais de Lucas só podem ser surpreendidos através de alterações imprevistas na quantidade de moeda. Como, para o autor, a moeda é um ente neutro, cujo serviço se resume a facilitador de trocas, não é possível afetar as variáveis reais da economia, como renda ou emprego, a partir de maximizações ou restrições monetárias. Uma variação na quantidade de moeda só terá efeito sobre o agregado nacional no caso dessa mudança ser imprevista, uma vez que mudanças antecipadas pelos agentes racionais são incapazes, devido à neutralidade da moeda, de afetar as variáveis econômicas reais. Segundo Lucas, no artigo publicado na ocasião do recebimento do Prêmio Nobel:

A principal conclusão que surgiu a partir da pesquisa da década de 1970 é a de que as mudanças previstas no crescimento monetário têm efeitos muito diferentes de mudanças inesperadas. Expansões monetárias antecipadas têm efeitos fiscais inflacionários e induzem a um prêmio inflacionado nas taxas nominais de juros, mas não estão associados com o tipo de estímulo ao emprego e à produção que Hume havia descrito. Expansões monetárias imprevistas, por outro lado, podem estimular a produção como, simetricamente, restrições imprevistas podem induzir a depressão. (LUCAS, 1995, p. 17).

Para Lucas, a hipótese das expectativas racionais e a compreensão de que os agentes econômicos não podem ser enganados por medidas governamentais de expansão monetária alterou os ramos da macroeconomia teórica e invalidou muitos dos modelos do ciclo de negócios que tiveram notoriedade durante os anos 1970. Ademais, a hipótese comprovava a sensibilidade das intervenções governamentais, bem como suas limitações para afetar as variáveis renda ou emprego, e deixava aos modelos dinâmicos, estocásticos de equilíbrio geral (DSGE) a função de explicar fenômenos econômicos como crescimento econômico, ciclos de negócios, e os efeitos de políticas fiscais e monetárias. Como esses modelos dependem de especificações em relação às preferências dos agentes, capacidade tecnológica da economia em questão e o quadro institucional ou regras monetárias dispostos pelo governo, é possível que sejam utilizados para prever quantidades produzidas, trocadas e consumidas ao longo do tempo ou em resposta a choques específicos. Lucas, no entanto, adianta que essas previsões podem ser extremamente desafiadoras na prática, dada a complexidade das correlações propostas nesses modelos (LUCAS, 1976).

Ainda que a Crítica de Lucas aos modelos tradicionais do Equilíbrio Geral tenha aberto caminhos para a elaboração de modelos completos como os DSGE, o autor afirma continuar impossível prever quedas bruscas nos preços dos ativos financeiros, como o ocorrido após a falência do *Lehman Brothers* em setembro de 2007¹¹. Isso ocorre porque os preços desses ativos refletem as informações mais relevantes disponíveis sobre suas condições no sistema econômico, tornando impossível fazer previsões acerca de seu comportamento. Antes das falências de 2007, era possível, de acordo com Lucas, fazer previsões em relação ao mercado imobiliário e o preço desses imóveis, que despontavam supervalorizados em relação às taxas normais do mercado, mas nenhum modelo poderia prever a queda nos preços dos pacotes financeiros que continham as hipotecas desses imóveis supervalorizados.

Para o autor, a atuação do *Federal Reserve* como *lender of last resort* fora necessária, especialmente a curto-prazo, como tentativa de reestimular os gastos e investimentos na economia. No entanto, como é impossível prever como esses gastos afetarão a produção ou o sistema de preços, Lucas afirma preferir um pacote fiscal que possa ser facilmente expandido ou retirado caso fique claro que a intervenção governamental esteja falhando em prover liquidez ao sistema econômico ou esteja causando pressões inflacionárias desnecessariamente.

Ademais, Robert Lucas mantém-se em defesa de uma política econômica de cunho liberal, e portanto alerta para que as intervenções governamentais após uma crise econômica se resumam a prover a liquidez necessária às instituições afetadas e não presumam a criação de novas empresas governamentais, controles de operação e preços de empresas privadas ou alocação direcionada de investimentos, uma vez que essas atitudes extrapolam a posição de um governo liberal e podem afetar o sistema de informação e preços dos agentes econômicos racionais.

Lucas não culpa a falta de regulamentação bancária pelas atitudes financeiras que levaram à crise de 2008, mas reconhece a necessidade de implementação de novos instrumentos regulatórios após o ocorrido. Para o autor, a estrutura regulatória presente fora suficientemente bem delineada para promover um ambiente de incentivo a inovações e estabilidade financeira por mais de setenta anos apenas com correções pontuais, e, em sua opinião, apenas falhou em 2008 porque as funções de providência de liquidez, antes

¹¹ Robert Lucas é colunista da revista eletrônica *The Economist* e publicou suas opiniões pessoais sobre a crise de 2008 em diversos artigos, em especial o de junho de 2009, In *Defence of Dismal Science*, disponível em: <http://www.economist.com/node/14165405>

operadas com exclusividade pelos bancos comerciais, migraram para instituições menos regulamentadas do sistema financeiro. Reconhece, portanto, a necessidade de definir-se um novo aparato regulatório que melhor contemple essas instituições, mas que ainda permita a existência de um ambiente prolífero às inovações.

3.1.3 Joseph Stiglitz¹²

O economista norte-americano um novo-keynesiano crítico ao neoliberalismo e aos paradigmas econômicos colocados por essa corrente de pensamento, em especial o livre mercado. Em 2010, Stiglitz publicou um livro em que discute não apenas a crise financeira nos Estados Unidos, mas, em geral, a crise na teoria econômica do livre mercado, mostrando como a desregulamentação financeira do fundamentalismo de mercado permitiu o aparecimento das instituições e produtos financeiros do *shadow banking* e sua intensa multiplicação.

Em *O Mundo em Queda Livre*, o autor aponta erros tanto na política fiscal quanto na política monetária norte-americana que, em sua opinião, contribuíram para a formação da bolha especulativa no mercado imobiliário do país na medida em que influenciaram o comportamento tanto das famílias quanto das instituições financeiras para uma posição cada vez mais arriscada. A política perseguida por George W. Bush, e continuada por Barack Obama, de diminuir a cobrança de impostos para todas as classes sociais – política que ficou conhecida como *Bush tax cuts* – foi controversa no cenário norte-americano, e acusada não apenas de falhar em sua proposta de retomar o crescimento econômico e reduzir a desigualdade na nação, mas ainda de colaborar para a formação de uma crise fiscal nos Estados Unidos. Em relação à política monetária, Stiglitz acusa o padrão de consumo norte-americano, baseado em tomada de crédito e dívidas em geral, de acelerar a formação e o estouro da bolha imobiliária.

Mas é na criação e uso desregulado de produtos e processos financeiros que o autor vê a culpa pela crise de 2008, e, na globalização e interconexão entre os países, os motivos para seu aprofundamento e propagação. Para Stiglitz, a falta de transparência dos bancos e outras instituições financeiras criou uma cadeia arriscada de incentivos enquanto os preços dos imóveis subiam no mercado, mas que sucumbiu à inadimplência quando entraram em queda. Com o sistema financeiro desregulado, o cenário ficou livre para a

¹² Stiglitz recebeu o prêmio Nobel em 2001 por suas contribuições, em conjunto com outros dois economistas, para criação de fundamentos da teoria dos mercados com informações assimétricas, e é, na mesma linha de pensamento, defensor da regulação estatal dos sistemas e mercados financeiros.

criação de produtos financeiros complexos e modos obscuros de comercializá-los, mas com a falta de transparência do governo durante a superação da crise, algumas instituições foram consideradas *too big to fail*, enquanto outras, inclusive as famílias, foram deixadas à revelia do livre mercado. Para evitar essa situação de impunidade, a sugestão do autor é a de que, longe de sucumbir à influência política dos *lobbys* financeiros, o governo impusesse ao sistema bancário que se dividisse em pequenas instituições segmentadas em atividades distintas, para evitar que uma quebra específica pudesse causar a quebra também da confiança dos agentes em todo o sistema bancário – e evitando, portanto, a formação de instituições *too big to fail*.

O autor ainda exime as baixas taxas de juros da culpa pela formação da bolha imobiliária. Em suas palavras,

(...) que outro tipo de atividade diria que o custo dos seus insumos (aço, salários) foi a razão de seus lucros terem sido tão baixos e o desempenho tão ruim? O principal insumo da atividade bancária é o custo de seus fundos, e no entanto os banqueiros parecem queixar-se de que o FED tornou o dinheiro demasiado barato! Se os fundos de baixo custo tivessem sido bem usados, teríamos uma economia mais competitiva e dinâmica. (STIGLITZ, 2010 p. 45)

Ainda que reconheça que, num sistema desregulado, as taxas de juros em alta talvez tivessem impedido a formação da bolha, Stiglitz assume que, se houvesse regulação devida, as baixas taxas poderiam ter funcionado a favor da criação de novos investimentos, novas tecnologias, e até expansões empresariais.

Dentro de sua corrente de pensamento, Joseph Stiglitz compreende os mercados, em especial os de produtos financeiros, como entes falhos sujeitos a externalidades, e imputa a isso a posição de risco que foi assumida pelos bancos antecedendo a crise de 2008. Para o autor, a demasiada interligação do sistema financeiro gerou externalidades tão grandes que, por um lado, fugiram aos olhos dos agentes financeiros, mas por outro, incentivaram um comportamento arriscado, com a esperança de que os custos fossem divididos por um grande número de pessoas. De fato, a existência dessas externalidades e sua utilização para justificar determinado comportamento dentro do sistema financeiro comprovam, na visão de Stiglitz, que os mercados não podem ser considerados eficientes e não podem ficar livres de regulação.

Quanto às políticas de socorro no pós-crise, o autor reitera sua afirmação de que a falta de transparência governamental e a impunidade de algumas instituições que

colaboraram para a formação e estouro da bolha, através de comportamento arriscado e inescrupuloso, não foram suficientes para superar a crise financeira e ainda podem carregar consigo consequências de longo prazo:

Os resgates fornecem um exemplo de um conjunto de políticas incoerentes, com consequências potenciais de longo prazo. (...) Um dos argumentos enunciados por muitos que atuam nos mercados financeiros em defesa da atitude de não ajudar os donos de hipotecas que não conseguem cumprir suas obrigações é o de que isso dá lugar a um risco moral (...). As preocupações a respeito do risco moral afetaram também a decisão de não salvar Lehman Brothers. Mas essa decisão gerou, afinal, a maior série de salvamentos da história. Quando chegou a vez dos grandes bancos dos Estados Unidos, no rastro de Lehman Brothers, os pruridos com o risco moral foram postos de lado. (STIGLITZ, 2010 p. 55).

De acordo com Stiglitz, risco moral e confiança dos agentes são aspectos importantes da solução de uma crise econômica porque não são os ativos reais de uma economia que, em geral, são destruídos durante uma crise. Ficam os prédios, as fábricas, os trabalhadores, mesmo que bancos, firmas e famílias vão à falência. “O que acontece em uma crise é a erosão da confiança e o enfraquecimento do tecido institucional da sociedade”. (Stiglitz, 2010, p 110). Dessa maneira, recuperar o crescimento econômico não depende apenas de retomar a produção e cuidar para que não cresça em demasia o desemprego, mas também de recuperar a confiança dos agentes no sistema de mercado e na ação rápida e efetiva de seu governo.

3.1.4 John B. Taylor

Professor de Stanford, o economista norte-americano John B. Taylor pertence à escola econômica novo-keynesiana, e é um dos economistas do Novo Consenso Macroeconômico¹³. Ativo, tanto na academia quanto na política, o autor tem publicações no campo da política monetária e financeira, e contribuições para a evolução do modelo

¹³ De acordo com John B. Taylor (1997, p. 233), o novo consenso macroeconômico não passa de um conjunto de princípios sobre os quais há um amplo acordo, nesse caso, sobre o processo de crescimento econômico em sociedades capitalistas. Para o autor, as proposições centras desse consenso são: a hipótese da decomposição ciclo-tendência, o viés inflacionário da política monetária expansionista no longo-prazo; o funcionamento da política monetária para afetar o desemprego no curto-prazo, consideradas as hipóteses de expectativas racionais dos agentes econômicos; a necessidade de transparência das decisões monetárias, especialmente, e fiscais das autoridades, também considerada a sensibilidade das expectativas racionais; e a sensibilidade da taxa de juros à demanda agregada, que novamente dá enfoque à política monetária.

IS-LM sob expectativas racionais, em especial a hipótese sobre a trajetória da taxa de juros básica que ficou conhecida como a Regra de Taylor, e também trabalhou em três dos governos republicanos dos Estados Unidos, inclusive o de George W. Bush.

Já no final de 2008 o autor publicou, pela Universidade que trabalha, um artigo que considerou preliminar às discussões sobre causas e consequências da crise iniciada em 2007 e que ainda piorava um ano mais tarde. No artigo, intitulado *The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*, o autor expõe os resultados de exercícios econométricos próprios para mostrar o que, em sua opinião, pode ser responsabilizado pelo colapso no mercado imobiliário:

Na crise recente, tivemos a formação de uma bolha imobiliária e seu estouro, que por sua vez levaram os Estados Unidos e outros países a uma turbulência financeira. Eu começo mostrando que os excessos monetários foram a principal causa da formação dessa bolha e de seu resultante estouro. (TAYLOR, 2008, p. 1).

Para Taylor, o Federal Reserve, apesar de ter usado uma linguagem suficiente transparente para descrever suas decisões intervencionistas, ao reduzir as taxas de juros a patamares consideravelmente inferiores daquela regular, se tornou o responsável por acelerar a subida dos preços dos imóveis nos Estados Unidos e, em última estância, provocar o estouro da bolha financeira de 2008. O autor, no artigo supracitado, se utiliza de regressões estatísticas para estimar um modelo de relação empírica entre taxas de juros e aquisição privada de novas residências, e testa o evento contrário do ocorrido, ou seja, o que aconteceria se as taxas de juros tivessem se mantido sem a intervenção do Governo. Para Taylor, essa é a prova empírica de que a política monetária fora a causa-chave da crise. Outros fatores podem ter se acumulado e ampliado o colapso, especialmente devido às conexões entre países. Dentre esses fatores, o mais importante, para o autor, é a evidência de que as taxas de juros de vários outros bancos centrais estariam distantes do que as regularidades históricas preveriam de acordo com a Regra de Taylor: nos lugares em que as taxas mais desviavam da “regular”, a inflação imobiliária foi maior.

A utilização do mercado de hipotecas *subprime*, encorajada pelo governo através de programas de promoção da casa própria, para Taylor, deixou mais vulnerável o mercado imobiliário e o sistema financeiro, porque representou um incentivo à tomada excessiva de risco por parte dos agentes. Enquanto os preços das casas subiam, os agentes

se viam incentivados a pagar suas hipotecas e manterem suas casas, mas com a queda do valor desses imóveis abaixo dos preços da hipoteca, os incentivos passaram dos pagamentos à inadimplência e execução da hipoteca. Os excessos monetários do governo criaram nos agentes uma onda de otimismo, o que criou, por um período, um cenário de baixa inadimplência e alta aquisição de novas residências, demonstrando, a seu ver, portanto, a interação direta entre excesso monetário e excesso de tomada de risco.

O processo de securitização deixou esse cenário ainda mais complexo e menos transparente, na medida em que colocou no mesmo pacote financeiro dívidas vindas de diferentes fontes e, portanto, com diferentes riscos. Esses riscos foram, por sua vez, subestimados pelas agências de classificação que, seja por falta de competitividade, contabilidade pobre ou pela dificuldade que a complexidade que esses pacotes financeiros ofereciam, despojaram no sistema o que o autor chama de Problema da Rainha de Espadas:

No Jogo de Copas, você não sabe onde está a Rainha de Espadas; você não quer acabar com a Rainha de Espadas. Bem, a Rainha de Espadas – e há muitas delas nesse jogo – eram as *securities* com hipotecas ruins, e as pessoas não sabiam onde elas estavam. (TAYLOR, 2008, p. 8).

De acordo com John B. Taylor, as intervenções governamentais foram responsáveis não apenas pela causa-chave do colapso em 2008, mas também podem ser culpadas por prolongar e piorar a crise iniciada pela baixa nas taxas de juros básicas da economia. Para ele, os altos níveis de *spread* no mercado interbancário, entre a *Libor* e os *Overnight Index Swap* (OIS)¹⁴, foram erroneamente diagnosticados como um problema de liquidez, ao invés do que parecia mais provável, o risco de contrapartida, que poderia ser solucionado através de maior transparência e exigência de qualidade dos balancetes bancários. A resposta governamental, em concordância com o diagnóstico impreciso para o problema do complexo financeiro e o crédito bancário, foi políticas intervencionistas de injeção de liquidez que acabaram comprometendo o mecanismo de transmissão da política monetária e, assim, prolongando a crise econômica. Mas não foi

¹⁴ O OIS é uma medida do que os esperam da taxa de fundos federais no período de três meses se comparada com a Libor de três meses. Subtrair OIS de Libor controla os efeitos expectationais, o que é um fator em todos os empréstimos de curto prazo, incluindo a Libor de três meses. A diferença entre a Libor e o OIS é, então, devida, além das expectativas das taxas de juros, às expectativas de riscos e efeitos de liquidez.

senão através da intervenção direta para impedir a falência de certas empresas, como a *Bear Stearns*, mas a escolha de não repetir o procedimento com outras, como *Lehman Brothers*, que piorou a crise ao confundir o cenário e as decisões governamentais para os agentes econômicos:

Neste artigo eu forneci evidência empírica de que as ações do governo e intervenções causaram, prolongaram e agravaram a crise financeira. Causada através do desvio dos princípios e precedentes históricos para a fixação das taxas de juros, que haviam funcionado bem por 20 anos. Prolongaram através do mau diagnóstico dos problemas nos mercados de crédito bancário e, assim, por responderem de forma inadequada, concentrando-se sobre a liquidez ao invés de sobre o risco. E agravaram fornecendo suporte para determinadas instituições financeiras e seus credores, mas não a outros de uma forma ad hoc, sem um quadro claro e compreensível. Embora outros fatores certamente estivessem em jogo, estas ações do governo devem ser as primeiras na lista de respostas para a questão de o que deu errado. (TAYLOR, 2008, p. 18).

De acordo com o que o autor reconheceu como causas do colapso no mercado imobiliário norte-americano em 2008, suas sugestões à política econômica giram em torno de um retorno à estabilidade, especialmente em relação às taxas de juros, e maior cuidado do governo quando da decisão de intervir na economia, para que seja feita de forma mais clara e transparente, e ainda mais certa em relação a seus diagnósticos.

3.1.5 Daron Acemoglu

O economista turco, membro do *Massachusetts Institute of Technology* (MIT), é acadêmico da nova economia institucional, e recentemente recebeu atenção do meio acadêmico por sua co-autoria no livro *Por que as Nações Falham*, obra que evidencia a inclinação de seus trabalhos mais recentes: o papel das instituições no desenvolvimento econômico e política econômica. Mesmo que o estudo de crises em geral não conste na sua lista de principais interesses dentre os assuntos acadêmicos, o economista, em 2009, escreveu um texto relatando sua percepção dos acontecimentos que desembocaram na crise *subprime* de 2008 nos Estados Unidos, e tratando, especialmente, das dificuldades intelectuais que a crise deixou aos economistas, intitulado *The Crisis of 2008: Structural Lessons for and from Economics*.

Nesse ensaio, Kamen Daron Acemoğlu diz que, apesar de reconhecer que muitos elementos causadores da crise eram bastante aparentes, a maioria dos economistas os ignorou, por três principais motivos:

Três noções nos impeliram a ignorar esses problemas que estavam por ocorrer e suas causas. A primeira é a de que a era da volatilidade agregada teria chegado ao fim. Acreditávamos que, por meio de políticas astutas ou de novas tecnologias, incluindo-se nesse rol melhores métodos de comunicação e de gestão de estoques, os ciclos de negócio (*business cycles*) haviam sido conquistados (mito do fim do ciclo de negócios). Nossa crença em uma economia mais benigna deixou-nos mais otimistas a respeito do mercado de capitais e do mercado imobiliário (...) A segunda noção que aceitamos rápido demais é a de que a economia capitalista viceja em um vácuo sem instituições, no qual os mercados miraculosamente monitoram o comportamento oportunista dos agentes. Ao esquecer os fundamentos institucionais dos mercados, nos equivocamos ao igualar o livre mercado com o mercado desregulado. É claro que compreendemos que o mais livre dos mercados baseia-se em um conjunto de leis e instituições que garantem os direitos de propriedade, impõem o cumprimento dos contratos e regulam comportamento de firmas e qualidade de produtos e serviços. Porém nós, em nossa conceituação do mercado, a cada dia nos abstraímos mais da importância que tinham instituições e regulação para suportar as transações de mercado. (...) A terceira noção que foi também destruída pelos recentes eventos é aparentemente menos óbvia. É algo em que eu mesmo acreditei com convicção. Nossa lógica e nossos modelos sugeriam que, mesmo que não pudéssemos confiar nos indivíduos, em particular sob informação imperfeita e regulação ineficaz, poderíamos confiar nas tradicionais firmas de grande porte para monitorar a si mesmas e a seus pares, porque elas tinham acumulado suficiente “capital de reputação”. (ACEMOGLU, 2009, p. 2-6).

Na visão desse autor, as mudanças que o mercado financeiro impôs ao sistema econômico confundiram os economistas que, em um primeiro momento, acreditaram no mito do fim do ciclo de negócios; no mito da desregulação; e, no mito do capital de reputação. Essas transformações foram responsáveis não apenas por diversificar os produtos econômicos, mas ampliar a interconexão entre as firmas e indivíduos como forma de também diversificar seus riscos. Se, por um lado, essa interconexão dispersava o risco mais prováveis e reduziam os riscos nos negócios, deixando o sistema mais robusto, ela também impunha, para o caso de eventos de menos probabilidade estatística, a possibilidade de ocorrer um efeito dominó envolvendo não só as instituições financeiras, mas empresas e famílias. Os economistas, no entanto, viram apenas a

robustez dessa diversificação e ignoraram o fato de que a “volatilidade agregada é inerente ao sistema de mercado”. (ACEMOGLU, 2009, p. 3).

Amparados pela noção de robustez dos mercados e alheios a essa volatilidade agregada, também a importância das instituições fora ignorada por economistas em favor da crença na auto-regulação dos mercados livres, o que, para Daron Acemoglu, é um problema de abstração. Tornou-se usual, na visão desse autor, estudar o papel das instituições para compreender limites e possibilidades de países subdesenvolvidos, mas pouca importância foi dada ao papel das instituições enquanto garantia de regulação e contínua prosperidade das nações avançadas, quase como se esse papel fosse tido como dado. Num contexto de transformações sistêmicas das relações econômicas, no entanto, era necessário revisar como deveriam mudar essas instituições para que continuassem cumprindo esse papel. Essa falta de visão dos economistas sobre a importância das instituições, compartilhada com os formuladores de políticas, abriu um espaço, de acordo com o autor, para que a teoria econômica fosse contaminada pela agenda política e pelos interesses privados. Nas palavras do autor (ACEMOGLU, 2009, p. 5) “não deveria nos surpreender que indivíduos em busca de lucro, sem regulação, tenham incorrido em riscos dos quais eles se beneficiam e os demais perdem”. Longe de qualquer juízo de valor, a teoria econômica deve oferecer os caminhos pelos quais seja possível incentivar a ambição a ser canalizada para um “comportamento competitivo, inovador e maximizador de lucro”, através de estruturas e instituições que regulem a liberdade do mercado.

Se faltaram instituições para regular o comportamento dos indivíduos, também não foi uma suposta capacidade das grandes firmas de monitorar a si mesmas suficientes para impedir um comportamento direcionado ao risco. Em parte, de acordo com Acemoglu, porque também essas grandes empresas são feitas de indivíduos sujeitos a todos os incentivos que um sistema econômico desregulado tem a oferecer, mas especialmente porque o capital de reputação não é suficiente para transpor esses incentivos se um comportamento errôneo não for punido com severidade. No contexto da crise de 2008, não só as ameaças de punição não eram críveis como, como forma de diminuir os impactos do colapso, foram socorridas muitas instituições cujo comportamento impudico foi considerado culpado pelo desastre financeiro daquele momento.

O que não falhou na teoria econômica vigente dentro do contexto da crise de 2008, para Daron Acemoglu, foram os princípios relacionados ao crescimento econômico e a economia política, mais especificamente as necessidades de inovação e realocação

inovativa que de alguma maneira ficaram negativamente marcadas pelo furor que as inovações financeiras causaram no comportamento dos agentes em busca de ganho privado. Para o autor, nem o crescimento econômico de longo prazo deve ser penalizado para solucionar os problemas deixados pelo colapso, nem a economia política deve ser ignorada, tanto na forma de punição ao comportamento indesejado dentro do sistema, tanto no reconhecimento na necessidade de discutir e implementar a regulação institucional dentro de mercados livres.

3.2 Interpretações Alternativas

3.2.1 Interpretação Marxista

A crise, para a Escola Marxista, é inerente ao sistema de trocas capitalista. Para os autores dessa corrente, no capitalismo, o ciclo de trocas de mercadorias, por ter o dinheiro como representação geral de valor, substitui o processo de troca de uma mercadoria por outra por uma saga em dois momentos: compra e venda. À medida em que o dinheiro se torna artifício indispensável para aquisição de uma mercadoria, nessa visão, ele se torna, também, o objetivo final da produção de uma mercadoria. No esquema descrito por Marx, $D - M - D'$:

Já nos primórdios do desenvolvimento da circulação das mercadorias desenvolvem-se a necessidade e a paixão de reter o produto da primeira metamorfose $[M - D]$, a forma transfigurada da mercadoria, a crisálida áurea. Vende-se mercadoria não para comprar mercadoria, mas para substituir a forma mercadoria pela forma dinheiro. A transformação passa a ter um fim em si mesma, ao invés de servir de meio de circulação das coisas. (MARX, 1998; p. 157)

Para autores marxistas, a contradição que existe em produzir mercadorias por seu valor-de-troca e adquiri-las por seu valor-de-uso, ao mesmo tempo em que a acumulação de dinheiro se mostra a principal finalidade da produção e da troca, está impressa no sistema capitalista de maneira irreversível. Para essa visão, portanto, a crise econômica não passa de uma manifestação das contradições do sistema que, a partir dos anos 1970, assumiu características de financeirização extrema. Por esse motivo, a crise de 2008, apesar de ter gerado uma diversidade de opiniões entre os autores marxistas, levantou

interpretações que, em comum, tinham os antecedentes do processo iniciado nos anos 1970 que ampliou o grau de financeirização da economia ao mesmo tempo em que registrou uma redução no ritmo de acumulação de capital e crescimento econômico, especialmente nos Estados Unidos. A bolha imobiliária, nesse aspecto, teria sido consequência de uma série de tentativas governamentais de incentivar o consumo privado através da concessão de crédito, que resultaram em endividamento familiar e quebra de diversas instituições financeiras.

Nesta seção, serão exploradas quatro diferentes interpretações advindas do pensamento econômico marxista sobre a crise imobiliária americana: a Lei da Tendência de queda da Taxa de Lucro; o Estagnacionismo; as Transformações Financeiras; e a Recuperação da Taxa de Lucro.

Lei da Tendência de Queda da Taxa de Lucro

De acordo do Karl Marx, há uma tendência na produção de que, ao longo da acumulação capitalista, menos capital seja investido em força de trabalho e mais se destine aos meios de produção, aumentando a quantidade de capital constante e diminuindo a de capital variável, uma relação que o autor chamou de composição orgânica do capital. A principal lei tendencial da teoria marxista é aquela que diz que, dado o aumento inevitável da composição orgânica do capital, através de processos de modernização, mecanização e inovação produtivas, e mantida constante a taxa de mais-valia, há uma tendência de queda da taxa de lucro média em todos os setores da acumulação do capital, taxa essa que define a relação entre a massa de mais-valia e o capital total empregado para obtê-la.

A lei se manifesta como tendência porque algumas forças funcionam em sentido contrário à queda. Na acumulação capitalista, a produtividade do trabalho aumenta com o aumento do capital variável, ao mesmo tempo em que a necessidade de emprego da força de trabalho diminui, o que aumenta a taxa de mais-valia, ao contrário de mantê-la constante. No entanto, há limitantes, físicos e morais, na exploração de uma quantidade fixa de trabalho, como o tempo máximo de trabalho que pode ser empregada em um dia. O crescimento na taxa de mais-valia é, também assim, limitado, e portanto é mantida a tendência geral de queda da taxa de lucro.

Ademais, é importante ressaltar que a queda na taxa de lucro não necessariamente implica na redução da massa de lucro, pelo contrário, elevados investimentos em capital

podem, paradoxalmente, contribuir para o aumento da massa absoluta de lucro ao mesmo tempo em que colaboram, via aumento da composição orgânica do capital, com a tendência à queda da taxa de lucro:

As mesmas causas que produzem uma queda tendencial da taxa de lucro geral condicionam uma acumulação acelerada do capital e, portanto, crescimento da grandeza absoluta ou da massa global de trabalho excedente por ele apropriado (mais-valia, lucro). Como tudo na concorrência e, portanto, na consciência dos agentes da concorrência, se apresenta invertido, assim também essa lei, quero dizer, essa correlação íntima e necessária entre duas coisas que aparentam se contradizer (MARX, 1998, p.331)

A diminuição da taxa de lucro, apesar de ser passível de retardamento através de forças que influenciem um aumento na taxa de mais-valia, se caracteriza como uma tendência, e pode levar a consequências que vão desde um incentivo à poupança em detrimentos dos gastos capitalistas, até um incentivo em favor do setor financeiro em detrimento do setor produtivo. Dessa maneira, apesar das crises terem origem nas dificuldades de absorção do capital variável pelo setor produtivo, suas manifestações frequentemente começarão no setor financeiro.

Para Andrew Kliman, essa tendência combinada com a dificuldade enfrentada pelo capitalismo, a partir dos anos 1970, de destruição do capital (processo que viabiliza a retomada da lucratividade e determina condições para a reprodução do ciclo econômico) está na raiz das crises financeiras dos anos 2000. Para o autor, o Governo norte-americano impediu o processo de destruição do capital e procurou contornar o problema do crescimento econômico incentivando o endividamento público e privado.

De acordo com os cálculos de Kliman, a taxa de lucro se manteve constantemente baixa durante os anos 1980 e 1990, mas se recuperou no começo do século seguinte, de acordo com o autor, porque os empresários reagiram, nas duas décadas anteriores, às baixas taxas de lucro através de especulações e ganhos financeiros. Apesar da recuperação na taxa de lucro a partir de 2004, para o autor, esse período marcou o início da crise que culminou com o estouro da bolha imobiliária norte-americana em 2008.

A teoria que Kliman propõe é de que a taxa de lucro efetiva caminha para a taxa de lucro de longo prazo, uma taxa incremental cuja magnitude, que se mantém relativamente constante, depende da relação entre o incremento da massa de mais-valia e

o incremento do capital. A taxa de lucro efetiva ficará acima da taxa de longo prazo nos momentos em que a destruição de capital preceder um novo período de expansão econômica, mas convergirá à essa taxa incremental à medida em que um *boom* se desenvolve. Para esse autor marxista, esse movimento é cíclico, e apenas o processo de destruição do capital, a partir, por exemplo, de uma crise, pode retomar o crescimento das taxas de lucro e, conseqüentemente, retomar o crescimento econômico produtivo.

A crise, para Kliman e outros autores dessa corrente marxista, é inevitável e ainda indispensável para o sistema capitalista, porque apenas a destruição do capital é capaz de retomar definitivamente o crescimento econômico. Ainda que a lei da tendência à queda da taxa de lucro não seja, portanto, a causa final da crise de 2008, ela é fator determinante da crise no capitalismo. Ademais, a tentativa de contornar o crescimento letárgico da economia nos momentos em que a tendência de queda estava se concretizando levou ao endividamento público e privado e deu à crise uma dimensão financeira além da produtiva. A expansão creditícia, impulsionada pela redução das taxas de lucros, criou um cenário em que a dívida cresceu em proporções muito maiores do que a renda dos trabalhadores, minando a capacidade das famílias e instituições em arcarem com seus pagamentos. Dessa maneira, e com a inerente diminuição da base produtiva do sistema, uma crise econômica, que é esperada dentro das contradições do capitalismo que impõem a tendência à queda da taxa de lucro, ganha uma coloração financeira à medida em que o endividamento supera a renda disponível dos agentes.

Estagnacionismo

A visão associada à escola da *Monthly Review*, importante revista de esquerda dos Estados Unidos, publicada, inicialmente, por Paul Sweezy e Leo Huberman, considera a dificuldade de realização da produção na fase mais atual do capitalismo a principal causa para as crises econômicas. Autores que difundem essa proposição, como John Bellamy Foster e Fred Magdoff no livro *The Great Financial Crisis*, acreditam haver uma incapacidade do setor produtivo em gerar a demanda necessária ao progresso da acumulação capitalista, o que faria do setor financeiro um canal alternativo aos lucros que não encontram espaço na acumulação produtiva.

Para essa corrente marxista, o sistema capitalista passa por uma fase específica e consolidada desde o final da Segunda Guerra Mundial, chamada de Capitalismo Monopolista, em que o estado normal da economia seria a estagnação estampada nas

baixas taxas de crescimento econômico e nos altos níveis de desemprego e desigualdade social, a não ser em momentos históricos singulares, em que algumas contra tendências se impusessem à essa regra geral:

O argumento deste livro, derivado em particular de Magdoff e Sweezy, se baseia em se poder melhor realizar uma avaliação realista da história econômica recente dentro de um marco focado na inter-relação entre a tendência do capital monopolista ao estancamento e as forças que, de alguma maneira, a contrariam. A maior força compensatória das últimas três décadas é a financeirização, tanto que hoje podemos falar do capital monopolista financeiro. (FOSTER & MAGDOFF, 2009, p.30).

Essa tendência ao estancamento ocorre porque os contínuos ganhos de produtividade e as crescentes massas de lucro não abrem espaço para expansão da capacidade produtiva sob o risco de reduzir as margens de lucro e os preços. Dessa maneira, os lucros encontram no setor financeiro um novo espaço para valorização e rentabilidade, fugindo dos riscos impostos pelo setor produtivo nessa fase do capitalismo. A financeirização da economia, nesse sentido, é a resposta do sistema à estagnação e uma maneira de contrapô-la, mas também a causa das instabilidades e bolhas especulativas que sistematicamente irrompem em crises financeiras.

Durante o Capitalismo Monopolista também se manifesta a dependência do crescimento econômico pautado no consumo, uma vez que o investimento, embora exacerbado, se encontra estagnado no setor produtivo. As dificuldades de renda e salário, também características do período, no entanto, exigem que o incentivo ao consumo seja feito a partir da concessão de crédito e ao estímulo ao endividamento, tanto público quanto privado. Para Foster e Magdoff, esse cenário de alta exploração do trabalho, salários estagnados e poucas oportunidades de investimento impede que o crescimento econômico se mantenha por períodos prolongados sem bolhas especulativas. Em relação à bolha que estourou no setor imobiliário americano em 2008, os autores destacam o papel das inovações financeiras e suas duvidosas classificações pelas agências de *Rating*, acompanhadas pelas baixas taxas de juros praticadas pelo *Federal Reserve*, pelo excesso de endividamento das famílias americanas e pelos frágeis esquemas financeiros que não poderiam culminar senão em uma bolha especulativa. O temor da inadimplência, na visão dos autores, uma vez corrigidas as taxas de juros e revertido o processo de encarecimento

dos imóveis, seria o próximo culpado pelo contágio financeiro que secou os canais de créditos a partir do momento em que foram revertidas às preferências pela liquidez dos agentes financeiros. (FOSTER & MAGDOFF, 2009, p. 170)

Transformações Financeiras

A interpretação marxista da *School of Oriental and African Studies* (SOAS) reverbera pelos estudos de Costas Lapavitsas e Paulo dos Santos. Para Lapavitsas (2009), a predominância da esfera financeira sobre a produtiva deixou no sistema capitalista a tendência crescente de mercados abertos como fonte de financiamento para empresas industriais e comerciais, o que obrigou os bancos a diversificarem ganhos antes restritos ao crédito bancário concedido a essas empresas; e, dessa maneira, e com a progressiva desregulamentação bancária, se aventurarem em atividades de intermediação financeira.

Diferente de outros autores marxistas, Lapavitsas considera errôneo procurar uma relação de causalidade direta entre o enfraquecimento do setor produtivo e o crescimento acelerado do setor financeiro. Ao contrário, o autor procura reter-se às mediações dos agentes econômicos que levaram a acumulação de capital à esfera da circulação em detrimento da esfera da produção:

A causalidade entre a acumulação real e as finanças, em outras palavras, acontece em dois sentidos, mesmo que a primeira determine os parâmetros da última. Ainda mais importante, entretanto, é que essa causalidade nunca é direcionada, mas sempre mediada, e muito. Um conjunto complexo de estruturas, frequentemente refletindo fatores consuetudinários históricos, institucionais, políticos e até culturais, media a interação entre finança e acumulação real. Então, a acumulação real molda o sistema financeiro através da troca entre a custódia do crédito e as práticas das corporações industriais, a reposição do comércio pelo crédito bancário, a disponibilidade de reservas e de liquidez para os bancos, o ambiente de informações do empréstimo interbancário e aí por diante. As finanças, por outro lado, têm impacto na acumulação real através da aceleração do volume de negociações de crédito, da diminuição das reservas de dinheiro que melhoram a lucratividade empresarial, empréstimos e informações que possibilitam a abertura de novas áreas de lucratividade e assim por diante (...) Análises da financeirização requerem um exame detalhado do comportamento da indústria, bancos e trabalhadores, embora incidindo sobre as estruturas do sistema financeiro em seu próprio direito. (LAPAVITSAS, 2010, p. 17 – 19).

Nessa perspectiva, a crise não é resultado de um processo de sobre-acumulação, mas uma transformação sistêmica promovida pelos principais agentes do sistema

econômico: indústrias, bancos e trabalhadores. De acordo com Lapavitsas, o processo de financeirização é resultado de três transformações: o afastamento das grandes corporações do crédito bancário e a aproximação com fontes diversificadas para acumulação de capital; a mudança dos bancos em direção ao crédito pessoal e a atividades qualificadas de bancos de investimento (como a securitização); e o crescente envolvimento da classe trabalhadora com operações financeiras. (MIRANDA, 2011, p.98).

A apropriação, por parte dos bancos, de parte da renda dos trabalhadores, em forma de juros bancários é resultado, de acordo com Lapavitsas, de um processo desigual entre bancos e indivíduos que não possuem outras formas de financiamento a não ser o crédito bancário. Os bancos, por sua vez, órfãos de parte de suas operações financeiras direcionadas às grandes corporações e indústrias, procuraram expandir continuamente o crédito ao consumo privado, em especial o crédito imobiliário, e contribuíram para o crescente endividamento das famílias. Ademais, ao assumirem funções de bancos de investimentos, os bancos comerciais também incentivaram as intermediações financeiras que levaram as hipotecas ao circuito da securitização, como maneira também de lidar, de forma líquida, com a longa duração desses empréstimos.

Paulo dos Santos (2009) discute a crise imobiliária de 2008 a partir da reorientação do crédito bancário ao crédito destinado ao consumo. Para o autor, o aumento do peso da dívida no orçamento familiar foi maior entre as famílias consideradas mais pobres, apesar de ter sido um processo generalizado. O financiamento a essas famílias para obtenção da casa própria, com a concessão de hipotecas, o aumento da demanda por esses imóveis e o conseqüente aumento de seus preços, foram as bases da crise que foi agravada pelo processo de securitização que os bancos comerciais e bancos de investimentos praticavam como forma de acumulação de capital no setor financeiro. Com uma parte cada vez maior do salário dos trabalhadores destinada ao pagamento da dívida hipotecária, por causa dos juros bancários, o calote sobre as hipotecas *subprime* parecia inevitável, bem como a recessão:

A tempestade que gradualmente envolveu a economia mundial desde agosto de 2007 é uma crise totalmente desenvolvida do capitalismo financeirizado. A crise não nasceu diretamente de um mal-estar de produção, embora já tenha causado grandes perturbações de acumulação. Ela foi precipitada pela dívida imobiliária entre os trabalhadores mais pobres dos Estados Unidos, uma ocorrência sem

precedentes na história do capitalismo. Portanto, a crise é diretamente relacionada à financeirização da renda pessoal, em especial os gastos imobiliários, mas também gastos com educação, saúde, pensões e seguros. (LAPAVITSAS, 2009, p.4) – tradução livre¹⁵.

Para Paulo dos Santos, o governo ainda teve um papel fundamental no processo que levou ao estouro da bolha especulativa imobiliária nos Estados Unidos. De acordo com esse autor, a partir de meados dos anos 1980, a renda e os investimentos produtivos em relação ao PIB estavam em queda, e o endividamento das famílias pareceu uma solução macroeconomia simples ao problema de demanda que o país enfrentava. Entre 2003 e 2006, essa política mostrou resultados recordistas em níveis crescentes de investimento residencial e consumo privado. (dos Santos, 2009, p. 13). Ao contrário do que esperava o *Federal Reserve*, no entanto, essa política macroeconômica que permitia aumento do consumo ao mesmo tempo em que aumentava, também, os valores dos imóveis, era insustentável, e bastou essa percepção para que uma queda no preço das casas contagiasse não apenas o mercado imobiliário, mas o setor financeiro e as famílias de forma generalizada.

A Recuperação da Taxa de Lucro

Michel Husson, conhecido economista da esquerda francesa, vê a crise com olhar antagônico ao de Kliman e demais economistas da linha marxista que reconhecem uma tendência de queda nas taxas de lucro, interpretação que Husson considera ortodoxa. Para esse autor, nos principais países capitalistas do mundo, é muito clara a tendência de aumento das taxas lucros desde o começo dos anos 1980, o que imprimiu na economia um cenário de escassas oportunidades rentáveis, especialmente por ter se consolidado a

¹⁵ The storm that has gradually engulfed the world economy since August 2007 is a fully fledged crisis of financialised capitalism. The crisis did not spring directly out of a malaise of production, though it has already caused major disruption of accumulation. It was precipitated by housing debt among the poorest US workers, an unprecedented occurrence in the history of capitalism. Thus, the crisis is directly related to the financialisation of personal income, mostly expenditure on housing, but also in education, health, pensions and insurance. (LAPAVITSAS, 2009, p.4)

partir de uma outra tendência, ainda mais marcante, de aumento da exploração do trabalho nesses países avançados e conseqüente redução do poder de compra dos trabalhadores.

Como as taxas de lucros cresceram a partir do crescimento das taxas de exploração, e, portanto, através do sacrifício dos salários dos trabalhadores e de suas oportunidades de consumo, a taxa de acumulação ganhou tendência de queda a partir desse período, especialmente por causa da incapacidade de se gerar uma demanda efetiva numa economia de salários decadentes.

De acordo com Husson (2010, p.6), há crescimento das taxas de lucro, mas essa parte crescente de mais-valia não é acumulada, então a crise não é conjuntural, mas sistêmica. Ademais, essa parte não acumulada acaba redirecionada ao setor financeiro da economia, e, se não alimenta o consumo dessa esfera, acaba por criar bolhas especulativas, indubitáveis em economias de elevado grau de financeirização. Nesse sentido, a análise de Husson se aproxima daquela da *Monthly Review*, uma vez que, para todos esses autores, a crise se tornou financeira porque os lucros que não encontraram espaço para acumulação produtiva migraram para a esfera financeira, onde encontraram oportunidades de aplicação. Mas diferente de Foster e Magdoff, que acreditam que a taxa de lucro e os investimentos tiveram uma evolução paralela, para Husson essas duas variáveis apenas se afastaram desde os anos 1980, sendo a “rarefação das oportunidades rentáveis”, inclusive, o motivo pelo qual a tendência de aumento das taxas de lucro tenha se apoiado em aumento da exploração do trabalho.

Michel Husson se afasta teoricamente de Karl Marx ao questionar a lei de tendência de queda das taxas de lucro. Para Husson, essa lei é equivocada na medida em que não leva em consideração os efeitos da produtividade sobre o valor dos meios de produção e sobre a taxa de exploração do trabalho (Husson, 2008, p. 18). De acordo com esse autor, o aumento da produtividade desvaloriza os meios de produção ao mesmo tempo em que incrementa a taxa de mais-valia, de forma que não há incentivos ao crescimento da composição orgânica do capital ou à depressão da taxa de lucro.

3.2.2 Interpretação pós-Keynesiana¹⁶

Em geral conhecidos como os herdeiros da Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, de John Maynard Keynes, de 1936, os pós-Keynesianos, enquanto escola de

¹⁶ Incerteza, instabilidade.

pensamento, se estabeleceram em meados dos anos 1970, com os trabalhos de Eichner e Kregel e a as primeiras publicações do *Jornal de Economia pós-Keynesiana*, de Sidney Weintraub e Paul Davidson. Desde então, apesar de partilharem das conclusões de Keynes, especialmente em relação às falhas da economia ortodoxa, as diversas influências que sofreram os autores dessa corrente fizeram com que a escola de pensamento se organizasse de forma difusa, com diferentes focos e temas se tornando prioridade para diferentes grupos de autores.

Classificá-los foi o esforço de alguns autores como Hamouda e Harcourt (1988); Arestis e Sawyer (1993); e, Lavoie (2008), que em geral propuseram correntes adicionais aos trabalhos de seus anteriores, contestando a posição de um ou outro economista específico. Lavoie (2006) divide a escola pós-Keynesiana em cinco vertentes, três reconhecidas por Hamouda e Harcourt; uma proposta por Arestis e Sawyer, e a última de proposição própria: os Fundamentalistas, os Kaleckianos, os Sraffianos, os Institucionalistas e os Kaldorianos.

Os Fundamentalistas, chamados de pós-Keynesianos Americanos por Hamouda e Harcourt, e de pós-Keynesianos Marshallianos por Arestis e Sawyer, são, de acordo com Lavoie (2014), os autores preocupados com a Preferência pela Liquidez e com a Incerteza Fundamental dos agentes econômicos. São, portanto, os autores que discutem a economia monetária de produção, no termo cunhado por Keynes, bem como a fragilidade e instabilidade do sistema financeiro. Além dessa preocupação fundamental com a moeda, tema central de autores como Paul Davidson, Victoria Chick, Basil Moore, e com a fragilidade financeira, tema central de Hyman Minsky, autores ligados à Metodologia pós-Keynesiana, como David Dequech, também são classificados como fundamentalistas. Outros autores classificados como pós-Keynesianos fundamentalistas por Lavoie, são: Sheila Dow, Giuseppe Fontana, Mark Hayes, Jan Kregel e Edwin Le Heron.

Entre os principais temas abordados pelos Kaleckianos (chamados por Arestis de Robinsonianos) se destacam a preocupação com modelos de distribuição de renda; conflitos de classe; demanda efetiva; sistema de preços e emprego. Nessa corrente, se inserem autores clássicos como Joan Robinson (em seus escritos mais antigos), Joseph Steindl, Tom Asimakopulos e o próprio Kalecki, mas também autores mais modernos e mais novos, como Amit Bhaduri, Robert Blecker, Amitava Dutt, Eckhard Hein, Steve Fazzari, Peter Kriesler, Malcolm Sawyer, Engelbert Stockhammer, Lance Taylor e Jan Toporowski.

Dos Sraffianos, os autores mais proeminentes são os italianos Pierangelo Garegnani, Luigi Pasinetti, Alessandro Roncaglia e Neri Salvadori, apesar de a escola contar também com autores como Bertram Schefold, Franklin Serrano, Ian Steedman, Heinz Kurz e Gary Mongiovi. Dos temas mais abordados por essa corrente figuram a determinação dos preços relativos; a teoria do capital e sistemas de produção multi-setorial, todos assuntos centrais da teoria de Sraffa.

Essa corrente, de acordo com Lavoie, é muitas vezes questionada em relação ao seu pertencimento à escola de pensamento pós-Keynesiana, por, metodologicamente, não partir do realismo crítico para fundamentar sua teoria. Para Lavoie, no entanto, a proximidade histórica entre a corrente inspirada por Sraffa e os demais pós-Keynesianos, bem como o fato de seus autores concordarem em questões cruciais a ambas as correntes é motivo suficiente para continuar classificando os Sraffianos como uma das vertentes dos pós-Keynesianismo.

A corrente dos Institucionalistas é composta de grandes nomes como John Kenneth Galbraith e Randall Wray, e mesmo economistas da Escola Francesa, como André Orléan. Alguns autores preferem classificar Hyman Minsky como um institucionalista e não como um fundamentalista¹⁷. Também nessa corrente costumam ser incluídos os trabalhos mais heterodoxos da economia comportamental e da organização industrial. Além desses, os principais temas abordados pelos autores dessa corrente são a teoria da firma, teoria de preços e instituições monetárias. Outros autores institucionalistas, de acordo com a classificação de Lavoie, são: Stephen Dunn, Peter Earl, Scott Fullwiler, James Galbraith, John Harvey, Frederic Lee e Charles Whalen.

De acordo com Lavoie, os autores da corrente que ele agrupa como os Kaldorianos causaram dificuldades, no passado, para serem classificados dentre as vertentes existentes anteriormente. No entanto, os autores dessa corrente pós-Keynesiana puderam ser agrupados porque se assemelham por suas preocupações acerca das limitações impostas pelas economias abertas, como questões relativas ao balanço de pagamentos, déficit público e saldo em conta corrente, que nos anos 1970 eram centrais à Nova Escola de Cambridge. Ademais, os trabalhos de Kaldor acerca da função de progresso técnico, crescimento da produtividade endógena e crescimento das manufaturas deram início a uma linhagem de pesquisas sobre produtividade e crescimento, que incluíram autores

¹⁷ Ver O'Hara, 2007; Whalen, 2013

como Thirlwall, McCombie, e outros pesquisadores da Escola de Regulação, como os franceses Robert Boyer e Pascal Petit.

Apesar de ser uma classificação vasta e detalhada, o esforço de Lavoie está longe de ser definitivo. Por terem bases muito semelhantes e discutirem temas intimamente relacionados, muitos autores pós-Keynesianos podem se encaixar em mais de uma das vertentes propostas, enquanto outros ainda parecem não pertencer a nenhuma. Ademais, a crise no mercado imobiliário norte-americano de 2008 parece ter reconduzido a atenção de diversos economistas, alunos, pesquisadores e atuantes no mercado, à teoria pós-Keynesiana, que vive, hoje, um período extremamente profícuo.

O posicionamento pós-Keynesiano sobre a crise de 2008 é mais homogêneo, especialmente porque, em conjunto, esses autores partem de premissas comuns, como a importância das expectativas dos agentes para a tomada de decisões; a inexistência da racionalidade econômica; o contexto de incerteza em que funciona a economia; e o princípio da demanda efetiva que, determinante no curto e no longo prazo, impede que exista uma tendência natural ao pleno emprego em um mercado competitivo.

Para Keynes (1976), as expectativas dos agentes econômicos em relação aos preços dos ativos disponíveis são determinantes à formação de seu portfólio individual e, portanto, de suas decisões de gastos e, mais especificamente, poupança. De acordo com o autor, quando um agente é exposto à incerteza em relação ao futuro, sua reação é uma fuga em direção à segurança monetária expressa em ativos líquidos, o que o impele ao entesouramento. Com a ampliação das possibilidades e produtos financeiros, parte cada vez mais significativa da renda poupada acaba destinada à especulação, o que, em momentos de levado estado de confiança, poderia acarretar na formação de bolhas especulativas. O aumento do preço dos ativos financeiros em descompasso com o aumento dos preços da oferta de bens de capital é resultado, de acordo com a teoria pós-Keynesiana, da interação de dois fatores: a redução da preferência pela liquidez e o aumento do estado de confiança dos agentes.

As possibilidades de gasto e investimento ampliadas pelas inovações financeiras muitas vezes implica numa trajetória em direção ao endividamento dos agentes econômicos, sejam eles empresas ou famílias, o que aumenta a fragilidade econômica. Esse endividamento, possibilitado pela especulação nas inovações financeiras, tomada de créditos bancários, entre outros, é limitado, no entanto, ao período de formação e inchaço da bolha especulativa, ou seja, é característico ao momento de aumento de preços dos

ativos financeiro. A reversão do ciclo de expansão financeira, ou o estouro da bolha especulativa, é seguida de crise financeira.

Para autores da escola pós-Keynesiana, não apenas o comportamento “irracional” dos agentes econômicos e as incertezas relativas ao futuro são responsáveis pela especulação. Os agentes se sentem atraídos por investimentos financeiros ou porque escolhem ativos com determinado grau de liquidez, ou porque possuem expectativas animadas em relação aos ganhos desses ativos. Seja qual for o motivo, o aparato institucional que em alguma medida regula o mercado financeiro é determinante à sensação de segurança e lucratividade desse espaço de acumulação, sendo, portanto, indispensável à prevenção de crises financeiras uma regulação ampla desses mercados.

Victoria Chick, uma das maiores representantes da economia pós-Keynesiana no Reino Unido, aponta a evolução do sistema bancário e sua integração ao sistema financeiro como uma das mudanças estruturais mais importantes do sistema capitalista das últimas décadas. De acordo com a autora, lidar com providência de liquidez é um dos desafios mais antigos dos bancos comerciais e, nesse sentido, as transformações que possibilitaram a atuação desses bancos em processos como a securitização foram passos em direção à liquidez do único ativo ainda ilíquido nos balanços dos bancos comerciais: seus empréstimos.

Em um certo sentido, [a securitização] representa uma mudança completa no estilo tradicional do sistema bancário; mas ela pode ser vista como o desenvolvimento lógico do enxugamento de liquidez que ocorreu de forma constante pelos estágios iniciais do desenvolvimento. A concepção de ativos que podem ser vendidos, se necessário, mas que são mais rentáveis, talvez, do que os títulos do governo, que costumavam desempenhar um papel tão importante em planos de contingência dos bancos, deixa os bancos menos vulneráveis do que eram quando, em última instância, totalmente dependentes do prestador de última instância. (CHICK, 1993, p.84).

De acordo com a autora, o conjunto de regulamentações bancárias propostas nos acordos de Basileia I sugeriam que essas instituições procurassem evitar ativos de risco em seus balanços, mas ao invés de adquirirem ativos de elevado grau de liquidez, os bancos eliminaram esses riscos passando-os a instituições do *shadow banking*. Ao escapar da regulação, os bancos encontraram incentivos para disponibilizar cada vez mais empréstimos e lança-los no processo de securitização, ao mesmo tempo em que sentiam

cada vez menor a necessidade de avaliar os riscos de seus tomadores, uma vez que a compra desses ativos garantia lucratividade às instituições independente da capacidade desses agentes em arcar com os compromissos dessas dívidas. Para Victoria Chick, todos os acontecimentos que levaram à crise financeira de 2008 nos Estados Unidos, e a contaminação dos bancos europeus, seguida de recessão econômica, partiram desse primeiro fenômeno de diversificação das atividades bancárias em direção ao *shadow banking*.

Além de Chick, essa parece ser a percepção geral dos economistas dessa corrente. Quando questionados sobre a crise financeira de 2008, autores pós-Keynesianos costumam retomar a discussão a partir de antecedentes que remontam a desregulamentação do sistema financeiro em meados dos anos 1970, num processo que alguns denominam “globalização das finanças”, iniciado pelo decreto de inconvertibilidade do dólar em relação ao ouro em 1971, e pelas medidas de flutuação cambial em 1973. Para Davidson, essa é a década que marca o início da desregulamentação que culminou na crise *subprime* de 2008, porque naqueles anos passou-se a permitir que instituições não-bancárias assumissem atividades antes exclusivas dos bancos comerciais:

Nos anos 1970, a desregulação das atividades bancárias dos Estados Unidos começaram quando corretores passaram a oferecer mercado monetário, juros altos, contas de cheques que competiam com os negócios dos bancos tradicionais. Nos anos 1980, o Federal Reserve reinterpretou o Glass-Steagall Act para permitir que bancos se engajassem em atividades de subscrição de títulos em pequena medida. Em 1987, o Conselho do FED permitiu que bancos manejassem atividades significativas de subscrição, como àquelas relacionadas a hipotecas, apesar da objeção do presidente do FED, Paul Volcker. Quando Alan Greenspan se tornou o presidente do FED, em 1987, ele favoreceu ainda mais a desregulação bancária, para ajudar os bancos dos Estados Unidos a competirem com bancos estrangeiros, que são frequentemente bancos universais com permissão de atuar como bancos de investimentos, tomar participações acionárias e afins. (DAVIDSON, 2008, p. 2).

Uma vez revogado o *Glass-Steagall Act*, não restaram restrições legais entre a origem de um empréstimo e atividades subscrição, ao contrário, criaram-se incentivos à venda de hipotecas e à concessão de empréstimos, pela facilidade legal de revender essas

dívidas a instituições financeiras não-bancárias. Na contrapartida, também eram grandes os incentivos à aquisição de uma hipoteca, especialmente pelo aumento dessa oferta e a valorização dos preços das casas das famílias. No entanto, quando o valor da hipoteca passou a exceder o valor normal de mercado daquelas residências, ou seja, quando ocorreu a formação propriamente dita da bolha imobiliária, a pressão do mercado se deu no sentido da desvalorização desses imóveis, o que deixou insolventes as famílias hipotecadas.

A corrida pela liquidez que se instaurou no sistema financeiro norte-americano a partir do estouro da bolha imobiliária colocou em situação de risco principalmente as famílias cujas dívidas superavam o valor de seus imóveis. Mas muitas instituições financeiras, inclusive bancos comerciais e bancos de investimentos, que participavam do circuito de compra e venda de *CDO's*, declararam insolvência e chegaram perto da falência. Para Davidson, parte da solução da crise residia na intervenção governamental no sentido de facilitar o refinanciamento dessas dívidas ou tirar dos balanços privados as hipotecas não-realizáveis, de maneira a evitar a insolvência das famílias ou instituições financeiras e prevenir outras falências, à exemplo do que, segundo o autor, fora feito para solucionar a crise financeira dos anos 1930 (Davidson, 2008, p.3).

Tal solução, de acordo com autores pós-Keynesianos, costuma ser rejeitada com base na crença neoliberal de que os agentes econômicos se sentiriam protegidos a ponto de não terem incentivos para evitar o risco do investimento no futuro, chamado de risco moral. De acordo com Davidson, no entanto, uma intervenção governamental eficaz reduziria os anos de recessão necessários para uma reorganização autônoma do mercado, poupando agentes de menor poderio econômico, em especial as famílias, de perderem seus imóveis ou ficarem presas em dívidas e reduzirem seu consumo.

Para Randall Wray (2009, p.6), “talvez o único ponto positivo na atual crise global seja que os economistas e formuladores de políticas redescobriram os benefícios do *Big Government*”. Para esse autor, que foi aluno de Hyman Minsky na Universidade de Washington em St. Louis, o governo norte-americano deveria ter agido rapidamente para evitar a crise financeira ainda em sua origem, provendo liquidez imediata tanto às instituições financeiras quanto às famílias endividadadas. Para tanto, dentre as medidas de curto-prazo que propunha para solucionar o problema, estavam a redução de impostos, como forma de aliviar as contas dos trabalhadores e incentivar seu consumo; estímulo fiscal via gastos do governo para infraestrutura e criação de empregos, de forma que o alcance fosse amplo o suficiente para afetar governos locais e a população mais

diretamente; refinanciamento de hipotecas, como intervenção mais direta, para que as taxas hipotecárias se tornassem fixas e reduzidas, bem como o principal fosse reduzido para valores correspondentes aos dos imóveis no mercado; políticas *too big too save*, em contraposição àquelas *too big too fail*, para que bancos e instituições de pequeno e médio porte fossem prioridade da intervenção governamental, uma vez que afetam mais diretamente a população; e a investigação criminal de fraudes e esquemas fraudulentos que pudessem ter contribuído para a formação da bolha especulativa imobiliária, evitando, dessa maneira, que esse comportamento se repetisse no futuro.

Essas políticas de curto-prazo, na recomendação desse autor, devem ser ampliadas e estruturadas como medidas de longo-prazo para uma reestruturação da cobrança de impostos e maior intervenção governamental via estímulo fiscal na criação de empregos, políticas sociais, serviços de saúde e, especialmente, reforma e regulamentação das finanças. Para Wray, não é válida a preocupação com o excesso de gastos do governo, uma vez que nem a inflação, nem o efeito *crowding-out* no investimento, nem a insolvência são problemas quando o *Big Government* atua corretamente. (Wray, 2009, p. 21). Para evitar pressão inflacionária de excesso de demanda via gastos governamentais, é necessário, por exemplo, que esses gastos sejam direcionados a recursos subutilizados e cujos preços estejam abaixo do crescimento médio dos demais; de forma não apenas a evitar a aceleração da inflação, mas também beneficiar a população nacional através de serviços sociais. O autor ainda rebate a ideia de que o déficit público eleve as taxas de juros pela concorrência entre endividamento público e empréstimo privado (efeito *crowding-out* financeiro) afirmando que a taxa de juros de curto-prazo é previamente definida pelos governos centrais e possui reduzida e pré-determinada margem de erro. Ademais, conclui que “uma nação soberana que emite a taxa fluente de sua própria moeda não pode tornar-se insolvente em sua própria moeda”. (Wray, 2009, p. 24)

De forma genérica, os herdeiros da Teoria Geral de Keynes responsabilizam o cenário desregulamentado e de inovações financeiras pelas falhas na percepção dos agentes econômicos, tanto instituições quanto famílias, em relação às limitações do mercado imobiliário; e acusam a interpenetração do *shadow banking* pela facilidade de contágio da crise que, apesar de ter origem em um mercado específico, atingiu com rapidez a economia norte-americana e demais instituições financeiras do mundo, em especial na Europa. Para os economistas pós-Keynesianos, as transformações por que o sistema econômico passou a partir dos anos 1990 afetaram-no indefinidamente, e apenas uma regulamentação sofisticada do sistema financeiro pode amenizar um processo

característico do capitalismo, de acordo com o próprio Keynes: a tendência à instabilidade advinda da incerteza em relação ao futuro dos agentes econômicos que devem tomar decisões de curto e longo-prazo com base em suas próprias expectativas e percepções.

No capítulo seguinte, a incerteza sistêmica da avaliação pós-keynesiana será abordada sob a perspectiva da Hipótese da Fragilidade Financeira, de Hyman Minsky, que, de acordo com o autor, tem validade em economias com sistema financeiro bem desenvolvido em que os chamados “gerentes do dinheiro” detêm a mobilidade do capital. Também serão discutidas as prescrições de regulamentação financeira de Minsky, em especial a atuação do *Big Government* e do *Lender of Last Resort*.

4. O funcionamento do sistema financeiro e os “Momentos Minsky”

4.1 Exposição da Hipótese de Fragilidade Financeira

4.1.1 A Hipótese

De acordo com Hyman Minsky (1994, p. 21), uma economia capitalista moderna que apresente um sistema financeiro complexo, sofisticado e em contínua evolução estará fadada a enfrentar períodos turbulentos e períodos estáveis de maneira cíclica. Esses períodos se alternarão de acordo com as expectativas e interesses dos agentes econômicos e, principalmente, de acordo com as decisões que tomarão com bases nessas expectativas. A escolha de portfólios, numa economia capitalista, é parte essencial da decisão de investir. Essa é uma decisão que depende essencialmente das projeções futuras de crescimento e dos níveis de produção e emprego atuais, porque esses níveis afetam diretamente as expectativas dos agentes para o futuro, mas que depende também das possibilidades de financiamento dos agentes, o que muitas vezes define o grau de ‘agressividade’ do investimento pretendido. Olhando para o mundo sob a lente da financeirização, Hyman Minsky (1992, p.7) deixa ainda mais evidente que a preferência pela liquidez keynesiana sofria forte influência das escolhas dos agentes que, sob severas condições de incerteza, passaram a escolher não entre investir ou poupar, mas entre manterem-se líquidos ou serem premiados pela renúncia à liquidez na esfera financeira.

De acordo com a hipótese da instabilidade financeira, o capitalismo por si só é instável e experimenta períodos de tranquilidade apenas nos momentos em que o sistema financeiro está menos vulnerável e menos sujeito a inovações (MINSKY, 1982, p. 59). Nesses momentos, tanto a escolha do portfólio quanto o foco dos investimentos dos agentes são amplos, e, por assim dizer, não restritos a transações no sistema financeiro e, portanto, há, por um período, relativa estabilidade. Mesmo essa estabilidade, no entanto, é desestabilizadora: a excessiva tranquilidade faz com que os agentes procurem comportar-se de forma cada vez mais arriscada e inovadora em busca de maiores retornos:

Uma economia capitalista que opera sem restrições e que possua um sistema financeiro sofisticado, complexo e em contínua evolução, apresenta períodos de estabilidade e períodos de comportamento turbulento e até mesmo caótico. A busca da realização de interesses próprios pelas diversas unidades (operacionais e financeiras) que constituem uma economia capitalista leva, ao longo do tempo, à emergência de condições propícias ao comportamento turbulento e

caótico da economia mesmo partindo-se de situações que previamente tenha favorecido uma trajetória estável. (Minsky, 1994, p. 21)

Para economias de elevado nível financeiro e financiamentos de longo prazo, é válida, portanto, a hipótese de instabilidade ou fragilidade financeira, que em geral se enuncia ditando que a escolha dos agentes acerca do financiamento de seus portfólios determina a instabilidade no sistema (Minsky, 1982, p. 66). A instabilidade, que na visão de Minsky é inerente ao sistema de trocas¹⁸, tem como origem o processo de financiamento dos agentes econômicos. A partir da ideia de que as decisões de investimento são feitas em condições incerteza desses agentes, e de que seu comportamento pessimista ou otimista influencia diretamente as ondas de investimento — que por sua vez determinarão níveis importantes como renda e emprego — Minsky reflete que uma decisão de investir é, também, sempre uma decisão de como será montada a estrutura de passivos de uma unidade financeira e como seu fluxo de caixa se comportará no presente e futuro. Há, nessa análise, de se compreender que as práticas financeiras e as avaliações que definem um investimento estão intrinsecamente ligadas.

Quando as expectativas de um agente o levam a tomar a decisão de investir, outro agente, munido de suas próprias expectativas quanto ao andamento do sistema financeiro, toma a decisão de financiar essa compra de ativos de capital, e ambos, tomador e financiador, estarão especulando sobre os fluxos de caixas futuros do agente investidor (e suas possibilidades de arcar com a dívida, juros e refinanciamento); sobre os preços dos ativos de capital; sobre o comportamento futuro do mercado financeiro; e, especialmente, sobre as possibilidades de valorização do ativo, uma vez que os ganhos de capital com venda do ativo costumam ser o incentivo último para as decisões de investimento:

Na base de todos os contratos financeiros está uma troca de certeza por incerteza [...] Em particular, espera-se que qualquer conjunto de ativos de capital adquirido por uma firma renda um fluxo de dinheiro ao longo do tempo, cuja soma exceda, com alguma margem, o dinheiro pago pelo ativo de capital (MINSKY, 1992, p. 13).

¹⁸ Enquanto autor pós-keynesiano, Minsky vê a moeda como um ativo diferenciado dentre aqueles pertinentes à troca. Por ser mais que um véu ou intermediador, a moeda impede que o sistema capitalista funcione como “feira de aldeia”, onde as trocas ocorrem facilmente de acordo com a procura e a disponibilidade de bens. Para o autor, que dá papel notório às finanças, funciona no sistema o denominado “Paradigma de Wall Street”: um mundo de papéis, de dívidas a cobrar e receber no presente e no futuro. (MINSKY, 1982)

No ambiente de incerteza, o autor supõe que o sistema financeiro evolua necessariamente de robusto à frágil, deixando à estabilidade uma posição efêmera fundamentalmente, além de profundamente desestabilizadora. Isso ocorre especialmente porque, em momentos de otimismo dos agentes, não apenas os investidores estarão mais inclinados a contraírem mais débitos, como os credores estarão mais dispostos a oferecer financiamentos. O sistema, dessa maneira, estará repleto de incentivos à criação de artifícios financeiros que permitam que os agentes aumentem seu endividamento. Conhecidas como inovações financeiras, esses artifícios serão essenciais para a compreensão da endogeneidade da instabilidade sistêmica.

No momento da escolha de um portfólio, cada unidade financeira se depara com um fluxo de caixa próprio, determinado pela fonte de renda e pela expectativa de rendimentos atrelada à decisão do investimento. Ainda que subjetiva, essa expectativa define quão larga será a margem de segurança deixada pelo agente econômico em relação ao seu fluxo de caixa. No intuito de classificação, a largura diminui respectivamente entre as posturas de financiamento *hedge*, *speculative* e *Ponzi*.

Os agentes que emitem débitos de longo prazo para financiar sua retenção de ativos são chamados *hedge* e se encontram em uma posição mais segura, porque agem com rendimentos esperados a todo momento superiores aos serviços da dívida, e têm, por isso, esse financiamento equacionado logo no início de sua pretensão de investimento. Protegem-se, então, de alterações bruscas no mercado financeiro futuro, procurando arcar com suas possibilidades no presente. Menos estáveis são os financiamentos que colocam os agentes na posição chamada *speculative*. Nesse caso, apesar de o rendimento ser, durante toda a retenção, suficiente ou superior aos serviços da dívida, refinanciamentos de curto prazo são constantemente necessários e, ao contrário do primeiro caso, não há o equacionamento inicial: a amortização precede e preconiza o saldar da dívida. A mais instável das posições de financiamento, no entanto, é a posição *Ponzi*, em que não só são necessários refinanciamentos de curto prazo para a dívida, como para o juros, o que faz, inclusive, com que a dívida cresça mesmo durante o processo de financiamento.

De acordo com a teoria de Minsky (1982), em períodos de tranquilidade financeira os agentes se concentram em posições *hedge*, com amplas margens de segurança em relação a seu fluxo de caixa. No entanto, os incentivos a um posicionamento mais audaz são altos, uma vez que o aumento da demanda por ativos de capital eleva, conseqüentemente, seu preço. Por haver, ainda, ganhos de capital, a tendência será cada vez maior das empresas e outros agentes financeiros para se envolverem em estruturas

speculative e *Ponzi*, a fim de aproveitarem as oportunidades de lucro. Se, portanto, no início do ciclo existe uma boa análise do risco do tomador e do credor e fácil pagamento dos compromissos por ele assumidos, essa mesma bonança facilitará o acesso dos tomadores a novas oportunidades de financiamento, especialmente habilitadas por inovações financeiras, o que eventualmente levará à percepção do alto endividamento dos agentes e, conseqüentemente, à queda da confiança na capacidade de pagamento. Essa expectativa pessimista levará à redução do preço dos ativos, o que certificará a migração da concentração de posturas de financiamento *hedge* para *speculative* e *Ponzi*:

Durante um período prolongado de ‘bons-tempos’, economias capitalistas tendem a se mover de uma estrutura financeira dominada por unidades financeiras para uma estrutura em que há grande peso para as unidades envolvidas em finanças especulativas e Ponzi. Ademais, se uma economia com um corpo considerável de unidades financeiras especulativas está em um estado inflacionário, e as autoridades se esforçam para exorcizar a inflação por restrição monetária, então as unidades especulativas se tornarão unidades Ponzi e o patrimônio líquido das antigas unidades Ponzi vai evaporar rapidamente. Conseqüentemente, unidades com fluxos de caixa deficientes serão forçadas a tentar manter suas posições vendendo-as. É provável que isso leve a um colapso dos valores dos ativos (MINSKY, 1992. p. 8).

Dentro do Ciclo Minskyiano, nos momentos em que a economia está aquecida, famílias e empresas que contraíram dívidas conseguem honrá-las, mesmo que altas, porque passam por uma situação de valorização de seus ativos. Esse período de estabilidade as faz assumir que as margens de segurança praticadas estavam demasiado altas, e suas expectativas são otimistas de que, assumindo alguns riscos e reduzindo essa margem, poderiam obter maior lucratividade. Os bancos e demais instituições, especialmente, percebem a disposição de seus clientes em tomar maiores empréstimos e aumentam a disponibilidade de crédito tomando medidas menos cautelosas nessas operações. Em uma economia de elevada complexidade financeira, não apenas os bancos comerciais poderão suprir a demanda por crédito, mas, de maneira especial na fase mais recente do capitalismo, que Minsky batiza de *money manager capitalism*, surgirão nesse momento do Ciclo incentivos para a atuação também de instituições não-bancárias com investimentos especulativos e na criação de inovações financeiras que possibilitem novas formas de financiamento para os agentes econômicos.

O período que se segue, portanto, é de fragilidade financeira, o cume do Ciclo Minskyniano. As expectativas otimistas dos agentes econômicos os incentivaram a tomar posições mais arriscadas e diminuir suas margens de segurança à procura de financiamento. Mas a fragilidade só se tornará instabilidade caso algum fator externo imponha aos agentes uma reavaliação de suas expectativas, o que poderia levar a uma corrida por venda de ativos, deflação de seus preços e inadimplência. Quando o Ciclo passa a sua fase descendente, os agentes econômicos que no início da fase ascendente tinham posições majoritariamente *hedge* e *speculative*, agora assumem posições *Ponzi* e são muitas vezes incapazes de honrar com suas dívidas.

A razão dessa transição de um regime dominado por posições *hedge* para um de posições *Ponzi* é, de acordo com a teoria minskyniana, portanto, a aparente sensação de estabilidade que os agentes sentem por seu próprio comportamento conservador e seguro. Com expectativas mais assentes, os agentes se arriscam em posições financeiras menos seguras e impõem fragilidade ao sistema econômico, que pode se traduzir em instabilidade se as unidades não forem capazes de cumprir as obrigações de seus balanços contábeis e estiverem, portanto, em *financial distress*. Se muitas unidades se encontrem em *financial distress*, estará caracterizada uma crise financeira.

4.1.2 O Capitalismo dos Gerentes de Dinheiro

A Hipótese da Fragilidade Financeira de Hyman Minsky atravessa sua carreira acadêmica e possuiu mais de uma formulação ao longo de sua teoria econômica. Graduado nos anos 1940 com forte influência da teoria keynesiana, o autor enfrentou na teoria as incertezas próprias do cenário de guerra, e também os períodos de crescimento estável subsequentes, bem como o retorno à fragilidade financeira a partir dos anos 1960 e as sucessivas crises que a economia americana enfrentou até o final da década seguinte.

Durante a concepção da Hipótese, Minsky observava a economia norte-americana relativamente fechada e estável dados os acordos de *Bretton Woods* e, enquanto economia detentora da principal moeda de circulação internacional, os Estados Unidos foram eleitos como inspiração e prova da teoria, o que deixava em aberto a validade dessas formulações a respeito de economias de menor grau de complexidade financeira e, inclusive, economias abertas. O autor lidou com as transformações no sistema financeiro no sentido da abertura econômica com a proposta de classificar a evolução desse sistema em fases, sendo a fase atual e mais moderna a fase do *Money Manager Capitalism* (WRAY, 2009, p. 15).

Nos Estados Unidos ficou clara, a partir dos anos 1990, uma tendência global: a paulatina queda do sistema bancário e a conseqüente ascensão de um sistema autogerido por instituições financeiras. A predominância de grandes fundos de investimento que coordenam e movimentam mundialmente massas de riqueza financeira caracteriza um momento histórico do capitalismo moderno, em que quase todos os negócios são organizados como corporações; porções dominantes dos passivos das corporações são detidos ou por instituições financeiras, como bancos e companhias de seguro, ou por fundos mútuos e de pensão; a intrusão de uma nova camada de intermediação, a pensão e fundos mútuos, para a estrutura financeira é predominante; fundos são vinculados apenas por contrato, que determinam que ativos podem possuir e em quais atividades podem se engajar; o objetivo declarado dos gestores de fundos é maximizar o valor dos investimentos dos detentores de obrigações; o desempenho de um fundo e dos gestores de fundos é medido pelo retorno total sobre os ativos, uma combinação de dividendos e juros recebidos e de apreciação por valor das ações (Minsky, 1996, p.3).

A transição de um sistema dominado essencialmente por bancos para um predominantemente financeiro introduziu no sistema econômico o acúmulo de ativos e passivos e a auto regulação dos fundos de investimentos, que se traduzem em um movimento que insere definitivamente no processo financeiro inovações em todos os estágios da transação¹⁹, tornando obsoleta, em última estância, a intermediação bancária. No cerne de outras mudanças estruturais, a securitização se enquadra como um dos fenômenos que modificou o cenário financeiro na busca dos agentes pela diluição do risco que o acúmulo desses passivos impelia. Para Minsky, a securitização não era apenas parte de um processo amplo de globalização financeira, em que uma grande massa de dinheiro, hipotecada e empacotada na forma de *securities*, passou a gerida mundialmente por agentes preocupados com retornos monetários, mas também parte de um experimento monetarista incentivado pelo *Federal Reserve* que, com o pretexto de controlar o crescimento dos agregados monetários expandindo a taxa de juros, como forma de abaixar a inflação, favoreceu a parcela desregulamentada das instituições de funções financeiras, como eram também os bancos, agora desfavorecidos em relação aos mercados financeiros.

¹⁹ De acordo com MOLLO (1988), as inovações financeiras são determinantes para a teoria de Minsky, porque é apenas a partir delas que um agente econômico poderá ampliar suas possibilidades de financiamento, reduzindo, muitas vezes, suas margens de segurança.

Os gerentes de dinheiro, majoritariamente fundos de pensão e fundos mútuos, costumam se caracterizar por agentes proprietários dos títulos acionários de bancos e grandes empresas, mas não necessariamente representam os funcionários dessas empresas, e portanto, apesar de se preocuparem com a lucratividade dessas instituições, não se debruçam sobre seu desenvolvimento de longo prazo. As instituições, bancárias ou não, envolvidas nos processos de securitização e formulação de derivativos, da mesma forma, não precisam estar atentas à capacidade dos emprestadores em arcar com suas dívidas, uma vez que o processo garante a possibilidade dessas instituições de retirar o compromisso da dívida de seus balanços contábeis, vendendo-o em pacotes para outras entidades.

4.2 Caracterização do Momento Minsky

Paul McCulley, em 1998, então presidente da *Pacific Investment Management Company* (PIMCO), a maior gestora global de fundos de investimento, utilizou pioneiramente o termo “Momento Minsky” para descrever a crise financeira na Rússia. O termo foi retomado por diversos autores para descrever períodos específicos e processos oriundos da crise imobiliária de 2008 e sua guinada à crise financeira global. De acordo com Vercelli (2009, p 2), o termo pode ser encontrado nos textos de outros grandes economistas, como Magnus, de 2007; Lahart, de 2007; Wolf, de 2008; Whalen, de 2008; Davidson, de 2008; Cassidy, de 2008; Wray, de 2008; Bellofiore e Halevi, de 2009; e Kregel, de 2009. Nem todos os autores, no entanto, utilizam-no da mesma maneira, segundo Vercelli, diferenciando-se, essencialmente, ao descrever esse Momento como um processo ou, ao contrário, um ponto específico no tempo. Alguns, como Magnus, se referem ao Momento Minsky como um ponto específico no tempo, quando é possível reconhecer o início da escassez da oferta de crédito na economia, ou, como Wolf, quando um furor financeiro se torna pânico. A maioria, no entanto, prefere relatar o Momento Minsky como um processo de duração indeterminada, mas que deveria ter vida curta, ao menos em relação aos períodos de tranquilidade financeira, em que se deflagra uma redução brusca na disponibilidade de crédito e uma tendência insolvente na economia. Para Davidson, por exemplo, o Momento Minsky se deflagra quando o esquema financeiro em pirâmide Ponzi que estava em formação no sistema financeiro, entra em colapso. Para McCulley, em um texto de 2001, o Momento é um processo autofinanciado de deflação de dívidas. Para Lahart, o Momento acontece quando

investidores superendividados se veem obrigados a vender mesmo seus investimentos mais sólidos.

De forma geral, o Momento Minsky se refere ao momento de maior insolvência e iliquidez do ciclo de crédito ou ciclo de negócios, momento em que os agentes econômicos, superendividados, vendem seus ativos na tentativa de atender suas necessidades de liquidez, o que acaba por pressionar para baixo os preços desses ativos. Para Vercelli, mesmo que seja possível reconhecer um ponto específico no tempo em que tenha início a reversão do ciclo de negócios de liquidez e otimismo para insolvência e insalubridade, é necessário reconhecer que esse ponto pode dar início a um processo de longa duração em que se deflagra crise severa e depressão econômica. A ocorrência desse processo depende do processo de fragilização do ciclo descrito pela Hipótese de Fragilidade Financeira, uma vez que a corrida pela liquidez é consequência das expectativas pessimistas dos agentes financeiros que, durante a alta do ciclo, tomaram posições mais arriscadas de investimento:

Em suma, parece razoável supor que o comportamento de uma unidade financeira é caracterizado por flutuações que são cíclicas, embora não muito regulares, por serem afetadas por choques, decisões de unidades financeiras e autoridades políticas (...) Estas flutuações são amplamente relacionadas com o ciclo macroeconômico, uma vez que um *boom* na economia real produza um inesperado aumento de fluxos financeiros, e uma crise da economia real produza reduções inesperadas nos fluxos financeiros. Esta tendência cíclica é reforçada pelo comportamento pró-cíclico das expectativas. As unidades menos cautelosas (ou menos afortunadas) são facilmente empurradas para além da linha de solvência, por choques inesperados na zona caracterizada por insolvência virtual. Se estas unidades não tiverem sucesso em voltar para a região de sustentabilidade financeira, muito rapidamente são obrigados a declarar falência. Sua insolvência desencadeia um processo de deflação de dívidas que caracteriza a crise financeira mais grave: a insolvência da primeira unidade reduz drasticamente as entradas reais e esperadas de outras unidades financeiras, empurrando-as para a zona insustentável, e assim por diante. Como consequência de choques inesperados, em cada período, é inevitável que um certo número de unidades se torne insolvente e algumas delas vão à falência; no entanto, se a maioria das unidades têm uma margem consistente de segurança, elas estarão em condições de suportar esses choques. No caso de uma crise financeira, o número de unidades insolventes e seu tamanho é tal que as margens de segurança progressivamente rompem, a menos que o processo de deflação das dívidas seja prontamente anulado por medidas políticas maciças. (VERCELLI, 2009, p. 13-14).

Tratar o Momento Minsky como um processo em que as unidades financeiras declaram falência ou entram em insolvência virtual por contágio é também assumir que exista uma rede de expectativas e de interações nas taxas de liquidez e solvência que amplie a tendência à fragilidade financeira. Em momento de *boom* financeiro, é possível assumir que, se o período tiver uma duração suficientemente longa, a euforia tenha efeitos otimistas nas expectativas das unidades financeiras e reduza suas percepções de risco, e, como consequência, suas margens de segurança de financiamento. De acordo com Vercelli, o Momento Minsky tem início quando uma parcela substancial de unidades econômicas sofre de problemas de liquidez e solvência, deflagrados pelo contágio de expectativas otimistas que desembocam, nos casos de crise financeira, em um ponto em que a percepção da excessiva tomada de riscos seja insuficiente para evitar uma corrida contra a insolvência e em busca de liquidez. A instabilidade econômica, introduzida ou reforçada pela redução das margens de segurança das unidades, aumenta consideravelmente a fragilidade financeira do sistema econômico, bem como das unidades econômicas em questão. Quanto maior e mais profunda essa fragilidade, e quanto mais complexa for a rede de contágio dessas unidades, maiores serão as chances de que quaisquer perturbações financeiras desencadeiem, nas palavras de Vercelli, um Colapso Minsky, como fora a Grande Depressão dos anos 1930 e a crise financeira de 2008 (VERCELLI, 2009, p. 7).

As unidades econômicas, a que se refere Vercelli, buscam validação dos investimentos realizados no período passado e também dos preços pagos por seus ativos de capital na captação de lucros no presente. Ademais, como, de acordo com Minsky, um sistema econômico se caracteriza pela maneira como suas unidades financiam suas dívidas, também faz parte da avaliação de cada unidade a sua capacidade de arcar com o pagamento de suas dívidas passadas a partir dos rendimentos do presente ou dos rendimentos ainda esperados para o futuro. Esse cenário afeta as expectativas de curto e longo prazo das unidades econômicas produtivas e financeiras, e definem suas estruturas de preços, ativos, dívidas, financiamentos e empréstimos. Dentro dessa rede de contágio, expectativas otimistas garantem empréstimos e investimentos maiores no presente, sob validação dos lucros obtidos no futuro. A reversão do ciclo e o início do Momento Minsky se dá, de modo geral, quando esses lucros não são capazes de validar, sucessivas vezes, a estrutura de preços, investimentos e empréstimos praticada pelas unidades econômicas enquanto sistema conexo. Nessa situação, essas unidades se agarram ao que avaliam ser

ativos mais seguros e menos voláteis às instabilidades sistêmicas, como papéis do tesouro nacional entre outros ativos de liquidez elevada.

A busca pela seguridade na moeda é parte da teoria keynesiana, apreendida e aprofundada por Minsky, que coloca a moeda não como ente neutro ou facilitador de trocas, como é costume ser tratado na teoria ortodoxa, mas como ente de criação endógena ao sistema econômico. Nesse sentido, Minsky mostra apreender de Keynes aquilo que ele chama de “teoria de investimento de ciclo”, uma combinação entre o reconhecimento da severa instabilidade inerente às decisões relativas aos investimentos, tomadas necessariamente em condições de incerteza, e a avaliação de bens financeiros e capitais, altamente volátil a expectativas otimistas ou pessimistas desses agentes em conjunto. Hyman Minsky aprofunda a teoria de Keynes a partir do momento em que inclui nessa análise uma “teoria financeira do investimento”, perfilhando a importância do financiamento de investimentos à instabilidade econômica. Em máxima minskyana, toda decisão de investimento é uma decisão de como financiar dívidas. Dessa maneira, o apego pela liquidez será tanto menor quanto melhores forem as expectativas de lucratividade futuras, e tenderá a aumentar drasticamente em momentos de crise ou insegurança financeira, o que permite caracterizar o Momento Minsky como um momento de reversão de expectativas reconhecível pelas dificuldades e anseios de liquidez.

Liquidez é um termo de especial amplitude, que pode se referir à facilidade de um ativo se transformar em (ou ser trocado por) dinheiro, chamada de liquidez de mercado; ou à facilidade de obter recursos para financiamento, chamada de liquidez de financiamento; e até mesmo aos ativos de balanço de caixa de uma instituição, chamada de liquidez contábil. De maneira geral, uma economia com níveis seguros de liquidez é aquela capaz de absorver a venda repentina de ativos financeiros em momentos em que investidores tenham necessidade imediata de dinheiro, ou recursos mais líquidos, normalmente atrelados à busca por seguridade na moeda. Em 2008, toda a abrangência do termo entrou em colapso, e uma crise de liquidez, compatível com um Momento Minsky, foi deflagrada em diversos âmbitos.

A crise de liquidez já se deflagrava nos primeiros meses de 2007, com a deterioração da qualidade de crédito das hipotecas do mercado *subprime*. Em 27 de fevereiro daquele ano, o Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) anunciava que não compraria mais hipotecas *subprime* muito arriscadas ou títulos relacionados a hipotecas. De início, portanto, o mercado hipotecário *subprime* passou a

arcar com problemas de liquidez, mas a rede de contágio econômica, em particular ampliada pela securitização e pelo processo de originar e distribuir, comum aos bancos, rapidamente propagou a crise para outros setores da economia. Nos meses seguintes, com as *rating agencies* reclassificando muitos dos pacotes de ativos que continham hipotecas *subprime*, uma perda generalizada de confiança sobrecarregou as negociações nos mercados alavancados de empréstimo e nos mercados de financiamento bancários de curto prazo. Os primeiros sinais de tensão também começaram a aparecer no mercado interbancário, não apenas nos Estados Unidos, mas também na Europa e Reino Unido, uma vez que os bancos, já temerosos, se mostravam indispostos a prover liquidez para os demais, especialmente para negociações de longa maturidade. Na primeira metade de setembro de 2007, O Chanceler do *Exchequer* (o departamento governamental britânico responsável pela coleta e gestão da receita nacional) autorizou o *Bank of England* a fornecer suporte de liquidez para o *Northern Rock*, o quinto maior credor hipotecário do Reino Unido. Nos Estados Unidos, o *Federal Reserve* reduziu a taxa de redesconto, diminuindo o custo de empréstimo direto com o Banco Central e incentivando a emissão endógena via redução das taxas de juros.

A securitização incentivou a distribuição das hipotecas *subprime* em pacotes estruturados de dívidas titularizados (ABS, na sigla em inglês), dentro de um modelo, comum aos bancos, que Minsky chamava de originar e distribuir: uma unidade financeira originava um risco ao realizar um empréstimo em troca de uma hipoteca *subprime* e em seguida distribuía esse risco em pacotes, tirando-o de seu balanço de caixa, e de certa forma ainda o camuflando, uma vez que muitos desses pacotes receberam altas pontuações pelas *rating agencies* e foram negociados como se não envolvessem riscos *subprime*. Quando foi deflagrada a crise de confiança nesse mercado hipotecário, as unidades financeiras envolvidas em suas negociações não apenas se tornaram avessas à renúncia à liquidez, mas também avessas ao risco de adquirir ativos envolvidos com esse mercado em baixa. Por serem pacotes securitizados, no entanto, os bancos e outras unidades não tinham acesso à qualidade dos ativos que o compunham, senão a pontuação das *rating agencies*, e por isso foram deixados de fora das negociações e sofreram forte impacto de preços.

O ano de 2007 termina com acentuada fuga pela qualidade e demanda por ativos mais seguros encontrados nos títulos de rendimento do tesouro americano, e ano de 2008 se inicia com novos rebaixamentos nas pontuações de ativos pelas *rating agencies*. Em dezembro, o FED anuncia um esquema especial de liquidez, o *Term Auction Facility*

(TAF), em que quantidades fixas de crédito são leiloadas para instituições depositárias contra uma grande variedade de colaterais. Em fevereiro, nos Estados Unidos o Presidente Bush transforma em lei o Ato de Estímulo Econômico, enquanto no Reino Unido, o *Northern Rock* é tomado como propriedade estatal pelo Tesouro Nacional. Em março, o anúncio de novas perdas desestabiliza a solvabilidade de muitas instituições financeiras, em especial as que atuavam em mercados de financiamento de curto prazo sem colaterais. Outro esquema de liquidez é lançado pelo governo americano, o *Term Securities Lending Facility* (TSLF), que facilitava a troca de hipotecas e outros ativos menos líquidos por títulos do tesouro americano, e anuncia que proverá liquidez quanto for necessária aos mercados em tensão. Através desse esquema, o FED, a priori, concorda em emprestar 25 bilhões de dólares ao *Bear Sterns*, como forma de prover liquidez, mas em seguida opta pela compra conjunta do banco de investimento com *JP Morgan Chase*, o maior banco dos Estados Unidos, permitindo o colapso do *Bear Sterns*, que sofre uma severa desvalorização de seus ativos financeiros, mas evitando, em última instância, os efeitos que a simples falência do banco poderia causar na economia.

Em meados de julho daquele ano, *IndyMac*, o maior banco de investimentos de *Los Angeles*, derivado do *Countrywide Financial* em 1985, é colocado sob tutela de um banco criado pelo governo americano, e todos seus depósitos segurados e a maioria de seus ativos é transferida, e grande parte, liquidada. Com 32 bilhões de dólares em ativos, *IndyMac Bank* declara bancarrota em 31 de julho, uma das maiores falências bancárias na história americana. A maior falência bancária da crise hipotecária americana é, no entanto, a do *Lehman Brothers*, em 15 de setembro de 2008²⁰. Naquele mês, considerado o mais crítico da crise, e por isso muitas vezes apontado como um Momento Minsky, o quarto maior banco de investimento dos Estados Unidos e uma instituição financeira com operações globais, se viu obrigado a declarar falência depois de uma sequência de severos golpes de liquidez e perdas de ativos causadas pela dificuldade de vender ativos considerados podres no mercado financeiro, por conterem hipotecas *subprime*. O Lehman

²⁰ Nos Estados Unidos, quando um negócio é incapaz de cobrir suas dívidas ou pagar seus credores, é permitido que declare falência sob proteção com um tribunal federal sob os Capítulos 7 ou 11 do Código de Falência Bancária. No Capítulo 7, o negócio cessa suas operações e um fundo administrador vende todos os seus bens, repassando os lucros aos credores, como foi feito com *IndyMac*. No Capítulo 11, como se seguiu com *Lehman Brothers*, o devedor permanece no controle de suas operações e fica sujeito à supervisão e jurisdição da corte federal. Para saber mais, procure Joseph Swanson e Peter Marshall, Houlihan Lokey e Lyndon Norley, Kirkland & Ellis International LLP (2008). *A Practitioner's Guide to Corporate Restructuring*. City & Financial Publishing.

Brothers declara falência com dívida bancária de 613 bilhões de dólares, 155 bilhões de dólares em empréstimos obrigacionistas, e ativos no valor de 639 bilhões de dólares.

No dia seguinte à maior falência bancária dos Estados Unidos, o *Federal Reserve*, que no começo do mês havia colocado Fannie Mae e Freddie Mac sob tutela governamental, anuncia um empréstimo de 85 bilhões de dólares para a American International Group (AIG), uma seguradora multinacional de títulos financeiros.

A maior resposta do governo americano à crise imobiliária ocorreu em outubro de 2008, com os efeitos do *Housing and Economic Recovery Act of 2008*, assinado em julho do mesmo, que dava permissão para o tesouro comprar obrigações das empresas patrocinadas pelo governo (GSE, na sigla em inglês), Fannie Mae e Freddie Mac, além de supervisioná-las e regulá-las e continha provisões para dar assistência a emprestadores sem condições creditícias e ajuda a comunidades mais afetadas pela crise imobiliária; e com o lançamento do *Emergency Economic Stabilization Act of 2008*, um plano de 700 bilhões de dólares que envolveria a compra, pelo governo, de ativos podres do balanço patrimonial dos bancos, que deveriam ser mantidos pelo tesouro americano até que o mercado mostrasse sinais de melhora, e então revendidos. Como as condições de mercado continuaram a deteriorar, o governo ainda investiu 250 bilhões de dólares, diretamente, entre as maiores e menores instituições bancárias americanas, na expectativa de obter efeitos mais rápidos.

Desde o início de 2007 até a o fatídico mês de setembro de 2008, a economia financeira americana sofreu diversos golpes de insolvência e iliquidez, o que é congruente com a caracterização de uma sucessão de Momentos Minsky, ou de um processo amplo de corrida pela liquidez compatível com a análise depressiva do ciclo minskyiano. O governo americano, em conjunto com o *Federal Reserve*, dispôs de políticas expansionistas fiscais e monetárias na tentativa de frear os efeitos da crise financeira, além de restaurar, não apenas a liquidez, mas a confiança dos agentes e unidades econômicas no sistema bancário e financeiro como um todo.

4.3 Lições de Minsky para a crise

A economia que emergiu no pós-Segunda Guerra, de acordo com Hyman Minsky, era de sistema financeiro robusto e aparente estabilidade. Praticamente sem dívida privada, num contexto pós-Grande Depressão, e com excessiva dívida governamental, graças aos gastos durante o conflito, a economia norte-americana avançou e sustentou a estabilidade econômica através de convenções e reformas que garantiram os salários, o

consumo, e a regulação financeira, além de contar com um comportamento de aversão ao risco próprio das consequências da depressão econômica recente. Para Minsky, que preferia a utilização de um processo de reconstrução das corporações financeiras, baseado em um plano de recuperação de instituições especializadas em poupança e empréstimos hipotecários que recuperasse o sistema econômico como um todo (Minsky 1992; Minsky, 1994; Wray, 1999), a relativa estabilidade desse período foi responsável pelo desenvolvimento do *Money manager capitalism*, na medida em que os planos institucionais que limitavam a instabilidade inerente ao capitalismo moderno e produziam a estabilidade aparente e relativa davam lugar à busca por lucro das instituições financeiras, o que acabava por subverter os esforços das autoridades em conter o crescimento da necessidade de abastecimento de moeda e regulamentar o sistema.

Gradualmente, a memória do conflito armado e da depressão econômica desvaneceu, e os agentes financeiros se dispuseram a tomar riscos cada vez maiores, o que enfraqueceu as instituições governamentais responsáveis pelas intervenções estáveis do período, o *Big Bank* (o Banco Central) e o *Big Government* (o tesouro nacional), e deu lugar a processos de inovações financeiras cujos objetivos eram de se afastar das propostas de regulamentação financeira e suprir a demanda monetária sem arcar com as exigências do governo.

De acordo com Minsky (1987), a explosão da securitização hipotecária, desregulamentação eventual do sistema econômico e determinante inovação financeira, significou não apenas a promoção da globalização das finanças, uma vez que criava papéis financeiros livres de fronteiras nacionais e regulações, mas também a queda relativa dos bancos em favor dos mercados, uma vez que a esfera financeira tenha cedido às regras, regulamentações e tradições dos bancos. Uma parte cada vez maior do setor financeiro estava livre da maioria das regras, e a competição entre os mercados forçou os responsáveis a relaxarem as regulamentações também aos bancos. No momento do *boom* imobiliário, já não havia diferenças entre os bancos comerciais e os bancos de investimento.

As inovações de processos e produtos financeiros aceleraram a desestabilização do sistema econômico e colaboraram com a movimentação do ciclo minskyniano, que encontraria na crise o vale de sua depressão econômica e o cume da instabilidade financeira, mas não fugiria da tendência à inadimplência que a Hipótese da Fragilidade Financeira descrevera a partir do ponto em que os agentes, em sua maioria, assumem uma posição *Ponzi*. Para Minsky, já nos anos 1990 era possível reconhecer que a economia

norte-americana caminhava no sentido da instabilidade do capitalismo moderno, utilizando-se de recursos cada vez mais complexos e globalizantes para se afastar da regulação própria de um sistema dominado por bancos e se apoiar em um sistema transnacional dominado por instituições financeiras. De acordo com a tradição do autor, ainda que haja foco na crise de forma específica, a tendência à euforia é a rota principal da instabilidade. A elevada demanda agregada e os altos lucros, muitas vezes associados com condições de pleno emprego, animam as expectativas dos agentes e incentivam empreendimentos mais arriscados em busca de uma receita futura que não pode ser realizada. O crescimento da inadimplência leva a uma deflação da dívida e a um aumento das taxas de desemprego, a não ser que apareçam disjuntores capazes de quebrar ou atenuar o ciclo descrito por Minsky. Os disjuntores mais óbvios, e talvez mais importantes, são governamentais, mas Minsky não ignora a existência de restrições institucionais privadas, tais como as regras de *stock market* que suspendem negociações quando há uma queda muito brusca de preços.

Talvez a lição mais apreendida pelo governo norte-americano para a crise de 2008 tenha sido a importância dos disjuntores governamentais para frear o ciclo minskyiano de instabilidade, a ação do *Big Government* e do *Big Bank*. O tesouro nacional ajuda a estabilizar a economia através de injeções orçamentárias anticíclicas, atuando através de políticas fiscais que, durante as recessões, afetam diretamente as receitas por meio de enormes déficits, sustentando os compromissos financeiros privados e melhorando as composições de carteiras de investimento. O Banco Central, por sua vez, age como financiador de última instância, injetando liquidez não só nos momentos de crise econômica, mas expressando essa garantia ao longo do ciclo econômico.

De acordo com Minsky (1986, p.66), os gastos de um governo podem ser gastos com criação e manutenção empregos públicos e despesas diversas na produção do próprio governo, como, por exemplo, as despesas com o exército; gastos com contratos do governo, o que inclui obras e construções e compras de armamentos ou outras mercadorias por ele consumíveis; gastos com transferências de pagamentos, a exemplo dos programas sociais de transferência de renda, ou os auxílios designados a desempregados e carentes; e, gastos com o juros sobre a dívida do governo. As diversas áreas em que podem incorrer gastos do Governo mostram como é grande a máquina e a inserção governamental numa economia qualquer. Os déficits governamentais, independentemente de sua magnitude, possuem efeitos tais sobre a economia nacional que podem ser utilizados propositadamente para frear uma recessão. Uma proposição

essencial keynesiana que, segundo Minsky, fora comprovada durante a crise de 1975 nos Estados Unidos, é de que um aumento nos gastos do governo aliado a um corte de taxas, se utilizados de forma prolongada, a fim de afetar o nível de confiança dos agentes e diminuir sua preferência pela liquidez, interrompem uma queda acelerada na economia.

Uma das explicações para essa relação entre os gastos do Governo e a interrupção da recessão econômica é o efeito que um déficit governamental incorre sobre a receita e o nível de emprego, uma vez em que age o efeito multiplicador através da demanda do Governo por bens, serviços e trabalho. Nesse sentido, através de gastos com a criação e manutenção de empregos públicos, com contratos do Governo, e ainda através das despesas com a produção do próprio governo, é possível sustentar uma demanda que preserve tanto os lucros das empresas quanto os ânimos dos empresários para que permaneçam garantidos a renda e os empregos dos trabalhadores. Os gastos com transferências de pagamentos, no entanto, possuem um efeito menor nessas variáveis reais. Isso acontece porque, ao contrário de quando o governo cria um emprego público ou contrata um serviço que atenda às suas necessidades, as transferências e auxílios sociais não categorizam uma troca, mas uma doação, na medida em que geram determinada renda sem que haja trabalho produtivo. Para Minsky (1986, p. 69), ainda que, especialmente durante uma recessão, as transferências de pagamentos cresçam com o objetivo de criar renda disponível, o que é benéfico na medida em que sustenta a demanda e o consumo e previne uma profunda e prolongada queda na economia durante esse período, a existência desses programas sociais é danosa porque implica em uma indução inflacionária na economia. De modo geral, o crescimento da inflação é esperado quando há uma expansão profunda dos gastos do Governo, e, em relação específica às transferências de pagamentos, isso pode ocorrer porque fica estabelecido um piso para taxas salariais, o que aumenta o preço para entrada de novos trabalhadores no mercado.

Por ter um grande potencial para gigantes déficits, o *Big Government* coloca a economia em um piso elevado diante de uma espiral descendente em potencial. Sem os gastos, a capacidade de endividamento do setor privado e doméstico podem ser severamente comprometidos, resultando em um grave aprofundamento da recessão econômica. De acordo com Minsky (1986, p. 80), quando há uma queda na receita, devida a um declínio nos investimentos privados ou a um aumento nos níveis de poupança dos consumidores, há uma resposta governamental de diminuição de impostos e ampliação dos programas de transferência de pagamentos. A esse aumento no déficit governamental deve seguir um aumento nos superávits nos setores privado e doméstico de igual

dimensão. Ao manter a capacidade de endividamento das empresas, o Governo garante tanto a tomada de empréstimos quanto a capacidade de financiamento dessas empresas, mantendo, portanto, o nível produtivo e financeiro da economia. Ao manter a capacidade de endividamento das famílias, por outro lado, o déficit do Governo pode induzir um aumento na proporção da poupança doméstica, uma vez que os consumidores, por temer a recessão, tendem, na medida em que puderem, preferir o ativo monetário mais líquido. Mais tarde, no entanto, haverá um crescimento autônomo nos gastos dos consumidores, que ocorrerá quando a economia estiver se recuperando do declínio e depois que a alta taxa de poupança tenha levado a diminuição das dívidas domésticas relativas à receita e ao crescimento nos bens líquidos domésticos. Quando a proporção de poupança sobre a renda líquida cai, as famílias, ainda que tardiamente, voltam a consumir e colaboram com a inversão do ciclo de baixa minskyiano. Na falta de um *Big Government* durante um período de extrema recessão, os investimentos privados podem cair excessivamente e a renda pessoal disponível pode cair mais rápido do que as despesas pessoais, o que liquidaria as possibilidades de consumo.

Para Hyman Minsky (1986, p. 396), depois da Grande Depressão, a existência de um *Big Government* disposto e apto a realizar gigantescos déficits é o fator mais importante pelo qual a economia capitalista pode manter-se em relativa estabilidade e em melhor patamar desde aquela recessão. A predominância de um sistema financeiro sobre o setor bancário, no entanto, aliada às diversas inovações financeiras propostas e perseguidas por esse sistema reintroduziram as tendências instáveis características da economia capitalista.

Numa economia de elevado grau financeiro, os setores superavitários podem financiar os saldos negativos das unidades deficitárias indiretamente adquirindo obrigações das instituições financeiras. Nesse sentido, essas instituições, como bancos, seguradoras, fundos de pensão e instituições de poupança, são as donas imediatas das dívidas dos setores privado, doméstico e governamental, e os bens comercializados por elas sofrem impacto direto com as oscilações nos déficits e superávits desses setores. Em momentos de recessão ou crise econômica, um dos efeitos dos déficits governamentais, sobre o sistema financeiro, é a possibilidade de empresas e instituições com atuação no sistema financeiro de adquirir bens seguros e sólidos através dos títulos do Governo, o que melhora a liquidez de suas carteiras de títulos mesmo que tenha havido queda na renda agregada e nos níveis de emprego. Ao adquirir títulos e financiar o déficit do

governo, essas instituições transferem sua força para financiamentos nos momentos em que a demanda oscila para momentos futuros em que a demanda se fortalece.

Se o *Big Government*, em momentos de recessão, é capaz de sustentar a lucratividade das empresas, mantendo a demanda final através da estabilização dos níveis de produção e emprego, por meio de seu próprio déficit, o *Federal Reserve*, enquanto financiador de última instância, cumpre seu papel na medida em que compra ou aceita em garantia bens financeiros de alto risco que não seriam comercializáveis devido à crise econômica. Enquanto o *Big Government* trabalha sobre incrementos de obrigações governamentais nas carteiras de títulos, sobre superávits comerciais e sobre a demanda agregada, o *Big Bank* trabalha sobre o refinanciamento disponível para várias carteiras de investimento e sobre o valor da estrutura herdado dos bens.

A função de financiador de última instância foi criada com o *Federal Reserve* em 1913, no contexto de início da primeira guerra, mas, de acordo com Minsky, a ideia foi subvertida e a posição do Banco Central foi limitada à disponibilização monetária. As proposições clássicas de equilíbrio de mercados e neutralidade da moeda teorizaram a entidade monetária como intermediadora de um processo livre de fragilidades, o que tornava desnecessária – e até danosa – a função de financiador de última instância, nomeadamente, a de disponibilizar liquidez em um sistema econômico em recessão ou de absorver perdas potenciais do setor privado em casos de crise profunda. De acordo com Minsky, o envolvimento do *Big Bank* para reverter o ciclo de baixa econômica é indispensável para que não haja declínio exacerbado nos valores de bens em relação aos preços atuais de produção; declínio das receitas; dos níveis de empregos e lucros, o que colocaria em xeque a capacidade do *Big Government* de promover a estabilização financeira e provocaria, mesmo se houvesse, através da intervenção do Governo, alguma recuperação, perda de receita e colapso no valor dos ativos.

A importância da atuação interventora do Banco Central deve ser compreendida na totalidade do funcionamento da economia. A propriedade de ativos, numa economia capitalista moderna, é financiada por dívidas que, por sua vez, implicam em compromissos que devem ser honrados em determinados prazos, o que garante o bom funcionamento financeiro do sistema. Nesse sentido, o empréstimo é um atributo básico do sistema econômico e meio indispensável ao dinamismo financeiro sistêmico. Preocupações com liquidez ou inadimplência dos tomadores de empréstimos pode provocar uma severa fuga bancária, momento em que o financiador de última instância deve intervir em socorro das instituições, bancárias ou financeiras. Da mesma maneira, é

função do *lender of last resort* garantir que, caso haja risco de uma fuga de capital, os termos dos contratos em voga no sistema sejam seguidos independentemente das condições do mercado financeiro ou da empresa devedora. A intervenção do *Big Bank* estabelece pisos e tetos aos preços dos empréstimos e torna desnecessário toma-los a taxas exorbitantes. Da mesma maneira, impede que o valor dos ativos caia de maneira a gerar uma situação de extrema escassez de liquidez ou incapacidade de manter o valor nominal dos depósitos. A garantia do empréstimo de última instância e da reciclagem de ativos inseguros em casos de recessão econômica, ainda que imprescindível, representa uma socialização de possíveis perdas que encoraja os riscos de se financiar posições nos ativos de capitais, acentuando a capacidade instável do sistema econômico.

Uma vez que ao sistema econômico sejam inerentes fragilidades financeiras, a existência e atuação do Banco Central enquanto financiador de última instância é necessária na mesma medida em que as instabilidades desse sistema sejam intermitentes. Contudo, a atuação do *Big Bank* não sucede livre de custos e não suplanta a necessidade de impor regulações ao sistema financeiro que evitem ciclos de baixa tão acentuados como durante as crises financeiras. Para Minsky (1986, p. 322), um dos grandes dilemas da economia capitalista moderna é a necessidade de regulação financeira e sua contrapartida, o dinamismo das inovações financeiras. De acordo com o autor, o caráter especulativo do sistema econômico, cada vez mais explosivo, torna responsável do Governo a ampliação de um aparelho regulador capaz de controlar, limitar e, talvez, inclusive proibir práticas financeiras que exijam a intervenção direta, sob a pena de explosões inflacionárias irremediáveis. Assumida a Hipótese da Fragilidade Financeira, as intervenções, mesmo que bem sucedidas no sentido de afastar uma depressão econômica profunda, têm como pena a transitoriedade e o encorajamento de posições de risco que repetem as situações de instabilidade:

A evolução de práticas financeiras deve ser guiada para reduzir a possibilidade de desenvolvimento de situações frágeis que conduzam à instabilidade financeira. Os Bancos Centrais são as instituições responsáveis por conter e compensar a instabilidade financeira e, por extensão, têm a responsabilidade de preveni-la. Bancos Centrais afetam o funcionamento normal da estrutura financeira porque intervêm nos mercados financeiros. Restringir o Banco Central à regulação de bancos membros e ao controle da oferta de moeda é errado. Regular bancos comerciais e a moeda pode ter sido uma definição suficiente da responsabilidade do Banco Central quando outras instituições financeiras eram menos importantes, mas tais responsabilidades restritas não são mais apropriadas. Um Banco Central, enquanto

emprestador de última instância, deve garantir que a oferta de fundos em mercados de posicionamento-chave não seja interrompida por uma corrida, e deve definir claramente quais mercados financeiros irá proteger. A intervenção do prestador de última instância é uma operação delicada que permite unidades particulares e filiais industriais abrirem falência mesmo enquanto assegura que o total disponível de financiamento não entre em colapso. (MINSKY, 1986, p. 322).

Para Hyman Minsky, uma vez que as taxas para financiamento serão mais altas dentro de um esquema especulativo ou Ponzi, e se as práticas empresariais e bancárias puderem levar a estruturas financeiras frágeis, parte da função do Banco Central residirá em induzir que os bancos financiem seus negócios dentro de um sistema *hedge*. Ainda que seja em prol da estabilidade que a autoridade monetária se posicione contra esquemas de financiamento especulativos ou Ponzi, a existência dessas formas de financiamento é usual numa economia capitalista moderna, e são ainda responsáveis por grande parte do potencial dinâmico e inovador desse sistema. Regulá-lo pode colocar em risco a criatividade e o potencial expansionista do sistema econômico.

4.4. Uma crise à lá Minsky?

Hyman Minsky, de 1990 a 1996, ano de sua morte, foi um distinto acadêmico do *The Levy Economics Institute*, uma organização de pesquisa econômica de *Bard College*, nos Estados Unidos. O pensamento do autor encontra, hoje, um ambiente prolífero dentro do Instituto, e continua a ser publicado e analisado por outros acadêmicos e pesquisadores da instituição, como L. Randall Wray e, o presidente do instituto, Dimitri B. Papadimitriou. Durante a crise de 2008, esses autores, em especial dentro das publicações do Instituto, se esforçaram para recuperar o pensamento de Hyman Minsky como forma de utilizar sua Hipótese de Fragilidade Financeira para analisar o colapso, enquadrando-o como consequência natural de um processo de fragilização do sistema financeiro destacado por Minsky como emergência do *Money manager capitalism*.

Para Wray (2011), reconhecer o colapso do mercado imobiliário norte-americano, em 2008, como parte de um amplo processo enfrentado pelo sistema financeiro internacional impossibilita sua caracterização como um “Momento Minsky”, não apenas como um ponto no tempo, mas também se descrito como processo a partir do qual deflagrou-se a crise de liquidez. Na verdade, para esse autor, nem mesmo as inovações financeiras mais recentes, de produtos e processos, que através do recurso da securitização instabilizaram os balanços de pagamentos das diversas instituições

financeiras, podem dar conta de compreender o gatilho dessa crise financeira. De acordo com Wray, é possível traçar, em evolução recente, algumas tendências desestabilizadoras que desembocaram na crise de 2008, mas o ambiente prolífero dessas tendências tem antecedentes mais distantes.

Dentre essas tendências, a principal é o surgimento e ascensão *managed money*, do dinheiro gerido profissionalmente por administrados de fundos de pensão, tanto públicos quanto privados; fundos de riqueza soberanos; seguros e previdências. Esses administradores de carreira, batizados por Minsky de *money managers*, seguem a lógica da maximização e tomam posições financeiras cada vez mais arriscadas em busca de ganhos cada vez maiores, e ainda se beneficiavam, nos anos anteriores à crise, da ausência de arranjos legais suficientemente amplos para acomodá-los, uma vez que não se caracterizam como instituições bancárias. Ao mercado, essas instituições financeiras profissionalmente geridas oferecem alternativas de financiamento frente o empréstimo bancário, e a escassa regulação à qual se submetem permite que busquem novos espaços de trocas financeiras. Nesse sentido, a securitização é consequência de um modo de organização do sistema financeiro, no qual os profissionais das finanças recebem, de acordo com Wray, incentivos para encobrir suas perdas contábeis e retirar riscos altos de seus balanços, distribuindo-os às demais instituições financeiras.

A emissão de ações se tornou um negócio extremamente rentável nos Estados Unidos e demais países de elevado desenvolvimento financeiro, especialmente durante o *boom* financeiro que antecedeu a crise, com a securitização aos moldes “originar-e-distribuir” substituindo a concessão segura de créditos enquanto principal área de negócios das instituições financeiras. Mas esse cenário só se tornou possível, de acordo com Wray, porque, em especial nos Estados Unidos e alguns países da Europa, a teoria e a prática econômicas permitiram a condução de uma economia movida pelo endividamento das famílias, fato encorajado não apenas pela democratização de acesso ao crédito, mas pela aceitação social excessiva, segundo o autor, do endividamento privado e familiar, algo que não aconteceria se a política fiscal não fosse contracionista nos Estados Unidos por tantos anos.

Para os autores que seguem a tradição minskyana, como os acadêmicos do *Levy Institute*, a desregulamentação das finanças enquanto processo de natureza global, mas também enquanto processo específico, nos Estados Unidos, tem papel fundamental à compreensão da crise financeira que teve início no mercado imobiliário norte-americano mas afetou, de modo global, todos os países interligados pelo sistema financeiro gerido

por *money managers*. Esse processo, que ficou evidente durante os anos 1990, decorre da sensação de estabilidade crescente após a crise 1929 e a Segunda Guerra Mundial, o que, de acordo com esses autores, resultou nas transformações liberais pró-desregulamentação que sucederam um período de tranquilidade econômica e bem estar social. Nos Estados Unidos, depois do *crash* da bolsa de valores, em 1929, foram homologadas quatro provisões, que ficaram conhecidas como *Glass-Steagall Act* de 1933, pela administração Roosevelt, que tinham por objetivo separar bancos comerciais de bancos de investimento, limitando as atividades relativas a títulos dos bancos comerciais, as afiliações entre bancos comerciais e demais instituições financeiras, e impedindo bancos de investimento e instituições financeiras não-bancárias de tomarem depósitos. A lei garantiu maior poder regulador ao *Federal Reserve* ao impedir que seus bancos comerciais afiliados negociassem títulos não-governamentais com seus clientes; investissem em títulos de rendimento duvidosos; distribuíssem títulos não-governamentais ou se afiliassem com empresas envolvidas, primordialmente, nesse tipo de atividade financeira.

Para os acadêmicos do *Levy Institute*²¹, a Grande Depressão de 1929 teve um papel fundamental na concepção da regulação de 1933, que foi pensada para criar um ambiente econômico estável, tentando ao máximo impedir que a especulação, normal das negociações financeiras, atingissem famílias e empresas produtivas. Dessa maneira, os bancos que recebiam depósitos do público ficavam proibidos de utilizá-los para financiar especulações de mudanças de preços nos mercados de capitais, e as instituições que ofereciam serviços financeiros privados e participavam dos mercados de especulação ficavam proibidas de receber depósitos do público. Nos anos que se seguiram à introdução do *Glass-Steagall Act*, o papel fiscal e monetário do Estado foi sancionado pelo conflito armado e posterior reconstrução das economias nele envolvidas, o que possibilitou a criação de um ambiente econômico estável, de consumo elevado e níveis próximos ao pleno emprego, o que permitiu que bancos comerciais lucrassem em volume de empréstimos mesmo a juros baixos. Essa estrutura estável foi desmantelada nas décadas seguinte, na ótica de Minsky, através de um processo endógeno em direção à fragilidade.

As provisões do *Glass-Steagall Act* foram revogadas em 1999 pelo *Gramm Leach Bliley Financial Services Modernization Act*, ou GLB, removendo as barreiras para instituições que quisessem agir como uma combinação de bancos comerciais, bancos de

²¹ A discussão acerca do arcabouço legal das regulações de 1933, 1999 e 2010, nos Estados Unidos, pode ser encontrada na publicação de Abril de 2012 do *The Levy Economics Institute, Beyond the Minsky Moment: Where We've Been, Why We Can't Go Back and The Road Ahead for Financial Reform*.

investimentos e seguradoras, e desprotegendo os depositantes, na medida em que permitia que instituições financeiras que recebiam depósitos os dirigissem à especulação financeira. De fato, a GLB inocentava, em 1999, a fusão entre *Citicorp* e *Travelers Group*, anunciada no anterior, que deveria ter sido proibida pela Lei de Conglomerados Bancários (*Bank Holding Company Act*), de 1956. Com a nova legislação, os bancos comerciais, que ao longo dos anos conquistaram amplos balanços patrimoniais, superaram os antigos bancos de investimento e demais instituições financeiras que não se beneficiavam das regulações estritamente bancárias, como a garantia de depósitos baratos para financiamento. Após a revogação da liminar que proibia o exercício duplo de funções financeiras e bancárias, a tendência foi a constituição de conglomerados bancários multifuncionais, com atuações arriscadas no mercado de derivativos e securitização.

A revogação do *Glass-Steagall Act* estava em conformidade com a tendência reconhecida por Minsky em direção a um capitalismo dominado por *money managers*,

(...) um sistema financeiro caracterizado por fundos altamente alavancados dirigidos por gestores de investimento profissionais que buscam o máximo retorno possível em um ambiente que barateia sistematicamente o risco (WRAY, 2011, p.)

A partir do momento em que as instituições bancárias puderam entrar no sistema de especulação financeira, o uso de hipotecas, mesmo *subprimes*, passou a fazer parte da rotina das instituições envolvidas nas composições e negociações de derivativos. Com a crise imobiliária norte-americana, levantou-se a possibilidade de retomar as proposições de 1933, na tentativa de limitar a atuação das instituições financeiras e proteger, novamente, os depositantes. Em 2010, essa tentativa se concretizou legalmente com o *Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, uma tentativa de regular as instituições financeiras “sistematicamente significativas” e forçá-las à falência com pouca ou nenhuma assistência financeira governamental. O ato também criou o Conselho de Supervisão da Estabilidade Financeira (FSOC, na sigla em inglês), que tem autoridade para identificar e monitorar a tomada excessiva de riscos por parte de instituições financeiras bancárias ou não-bancárias norte-americanas de grande importância, para eliminar a expectativa de que possam ser “*too big to fail*”, e responder a ameaças à estabilidade do sistema. Como em 1933, a proposta de 2010 foi feita a partir de uma recessão severa e depressão econômicas, procurando lidar com as principais fraquezas do

sistema financeiro que, na opinião dos governantes, levaram à crise. Para o *Levy Institute*, o *Dodd-Frank Act* mostra que a prática econômica acredita que a principal fraqueza da estrutura financeira atual é a ausência de um mecanismo que permita a falência de quaisquer instituições, bancárias ou não, sem assistência pública.

Procurar reconhecer instituições financeiras muito significativas ao sistema para monitorá-las e tentar impedir que ameacem a estabilidade econômica ignora a proposição fundamental de Minsky de que a estabilidade é desestabilizadora, e que, portanto, são processos endógenos que criam os riscos sistêmicos e a tendência à fragilidade. Ademais, de acordo com a teoria de Hyman Minsky, das duas formas que um governo possui para intervir durante uma crise financeira, provendo liquidez e solvência, a liquidez não é a maneira pela qual um sistema deveria ser disciplinado, mas, ao contrário, uma garantia diária e uma função permanente do *Federal Reserve*, por ser a única forma de impedir que uma crise de liquidez se torne numa crise generalizada de insolvência.

As injeções de liquidez do *Federal Reserve* durante a crise financeira foram, até certo ponto, compatíveis com as instruções de Minsky. No entanto, a janela de redesconto só foi ampliada, de acordo com os acadêmicos do *Levy Institute*, quando o colapso já havia ocorrido, sendo, inclusive, seguido à falência de algumas instituições financeiras. Outrossim, o resgate de instituições consideradas significantes demais para falir não faz parte das recomendações de Hyman Minsky ao sistema financeiro. De acordo com Wray (2011), se uma instituição financeira se torna tão grande que sua falência ameaçaria o sistema financeiro por completo, então a regulação terá falhado ao permitir que essa instituição tenha abocanhado parte tão grande do sistema, e o correto seria dissolvê-la em instituições menores e com funções objetivamente mais definidas. Para Minsky, uma descentralização da concessão de créditos aliada à manutenção da exposição do prestador ao risco (obrigando as instituições que originaram o risco a mantê-lo, ao invés de distribuí-lo), poderia redirecionar o sistema bancário à predominância de bancos *relationship-oriented*: menores, mais transparentes e com maior integração comunitária. Ao contrário dessa proposta, os planos de resgate do *Federal Reserve* continham injeções de liquidez pequenas em relação ao que Wray proporia, três ou quatro vezes maiores do que oitocentos bilhões de dólares dispostos pelo governo norte-americano, e facilidades à compra de instituições falidas por outras instituições financeiras também muito comprometidas pela crise. Dessa maneira, a resposta do FED à crise financeira foi a criação de instituições financeiras ainda maiores, a que foram concedidas as garantias de que seriam socorridas por uma intervenção pública, caso necessário, o que permitiu que

se beneficiassem de financiamentos menos custosos em relação às instituições sistematicamente menos significativas ao sistema financeiro.

Para Hyman Minsky, o sistema financeiro deveria ter a função essencial de sistema seguro para pagamentos; prestador de curto-prazo para famílias, firmas produtivas e, possivelmente, ao Estado e governo locais; sistema de financiamento imobiliário; financiador de longo-prazo e fornecedor de serviços financeiros como previdência, seguros e corretagem. Não há, no entanto, necessidade para que essas funções sejam exercidas pela mesma instituição ou conglomerado, ao contrário, o autor recomendava que os incentivos fossem no sentido de bancos menores e de funções bem definidas e transparentes ao sistema financeiro e aos clientes. Minsky também insistia na criação de instituições que pudessem conter os impactos da incerteza no ambiente econômico, argumento que a função primordial da política é prover uma economia suficiente estável para que os padrões sociais sejam garantidos. A visão de L. Randall Wray é pessimista ao avaliar que a crise que teve início no mercado imobiliário dos Estados Unidos, mas atingiu o mundo financeiro globalizado como um todo, não teve suficiente impacto para redirecionar a prática e a teoria econômica à regulação do sistema financeiro. Ao contrário, avalia que as respostas reguladoras tenham apenas tentado lidar com as possibilidades de atuação governamental no caso de falências institucionais específicas dentro do sistema financeiro.

De acordo com Minsky, a única maneira de criar regulações que deem conta de aumentar a estabilidade dos mercados financeiros é ter uma teoria da instabilidade desses mercados. Conforme argumenta, se à teoria a instabilidade for um evento incomum, então a regulação tratará a crise como um evento improvável. Para Wray (2011), se a crise de 2008 puder ser caracterizada como um Momento Minsky, então é provável que outro Momento ocorra antes que a regulação tome o cuidado de reformular o funcionamento estrutural do sistema ao invés de remediar as condições que o produziram.

5. Considerações Finais

A crise das hipotecas *subprime* no mercado imobiliário norte-americano atingiu o sistema financeiro do país através de processos financeiros, dentre os quais a securitização, responsável por estimular o comércio de derivativos de composição *subprime*. A complexidade e integração do sistema econômico internacional, em especial relacionadas a economias de sofisticação financeira elevada, provocaram o contágio do colapso financeiro dos Estados Unidos às demais economias, em particular às europeias.

A formação da bolha dos ativos imobiliários norte-americanos teve início no início dos anos 2000 quando, com o mercado já em ascensão, a falência das empresas *dotcom* redirecionou os investidores financeiros ao circuito de securitização hipotecária. As transformações tecnológicas que deram origem a essas empresas, cujas atividades se restringiam ao universo da *world wide web*, provocaram no sistema financeiro o surgimento de inovações que remodelaram a transação com ativos, tornando-a mais rentável, mas também mais complexa. As crescentes participações de instituições bancárias em atividades especulativas, bem como as novas imposições legais a essas instituições, alteraram as condições do sistema bancário tradicional, e ao mesmo tempo em que as deixaram mais vulneráveis a colapsos financeiros, expuseram seus depositantes à especulação financeira.

O circuito da securitização, no contexto da crise de 2008, continha diversos agentes atuantes desde a originação hipotecária, como os bancos de investimentos e as corretoras, até a derivação e veiculação dos derivativos, passando pelas empresas responsáveis pela classificação de risco desses pacotes financeiros, as *rating agencies*, e pelas seguradoras, que garantiam um montante no caso de *default* de um pacote específico. Esse circuito parecia diluir o risco de cada derivativo, diversificando-o e socializando-o entre os diversos agentes financeiros que, ao investir em um pacote financeiro, não podiam saber se estavam adquirindo uma hipoteca *subprime* ou um crédito estudantil, pois a única informação a que de fato tinham acesso era a classificação de risco do pacote. No entanto, a consequência dessa conexão entre os diversos atores e instituições financeiras no circuito da securitização foi um contágio acelerado de falências a partir do momento em que os preços dos imóveis desinflaram.

As causas da supervalorização imobiliária e os motivos pelos quais a crise foi deflagrada, bem como as sugestões de resolução e prevenção de crises financeiras, são enfrentadas de diferentes maneiras pelas diversas correntes teóricas econômicas. Dentre os autores da interpretação *mainstream*, Paul Krugman reconhece que, em um cenário de

desregulamentação financeira, em que instituições não-bancárias e, portanto, não regulamentadas, têm mais atividades do que instituições bancárias convencionais, as baixas taxas de juros praticadas pelo Federal Reserve no momento imediatamente anterior à crise demonstram que a autoridade monetária não reconheceu as mudanças estruturais no sistema econômico e, na tentativa de solucionar os problemas criados pela crise das empresas *dotcom*, incentivou o aumento dos preços dos imóveis e a concessão de crédito e hipotecas nos Estados Unidos. John B. Taylor utiliza a mesma linha de pensamento e, a partir de uma regressão estatística, argumenta que, apesar dos esforços do FED em manter a transparência da política monetária, as taxas excessivamente baixas de juros foram responsáveis por acelerar a valorização dos preços imobiliários e, por fim, provocar o estouro da bolha financeira em 2008. Para Joseph Stiglitz, a desregulamentação do sistema financeiro produziu uma cadeia de incentivos arriscados enquanto subiam os preços dos imóveis, e, quando esses preços caíram e foram decretadas as primeiras falências, a posição governamental de salvar as instituições consideradas *too big too fail* produziu risco moral, ou seja, a possibilidade de que essas instituições se arriscassem exatamente porque esperavam ser salvas por serem tão grandes e conectadas que sua falência implicaria numa sucessão de novos colapsos. Daron Acemoglu faz uma leitura similar em relação às transformações que produziram um sistema financeiro desregulamentado e com incentivos à tomada de risco, e chama atenção para a necessidade da existência de instituições que desempenhem esse papel de regulamentação que não deve ser deixado ao mercado. Robert Lucas, ao contrário, argumenta que o aparato regulatório é suficiente para o cenário financeiro atual, e mantém que colapsos econômicos nos preços nos ativos não podem ser previstos, mas podem ser evitados através da transparência da autoridade monetária e da liberdade do mercado.

Dentre as interpretações alternativas, que avaliam a crise financeira como um fenômeno sistêmico, e não consequência de uma conjuntura propícia à formação de uma bolha especulativa, se encontram as diferentes avaliações da escola marxista, divididas, nessa dissertação, em quatro: a lei da tendência de queda da taxa de lucro e consequentemente, afeta o crescimento econômico produtivo, que só pode ser desacelerada através de destruição de capital; o estagnacionismo, que diz respeito à dificuldade de realização da produção na fase financeira do capitalismo; as transformações financeiras, que fizeram com que os agentes econômicos levassem a acumulação de capital à esfera da circulação em detrimento da esfera da produção; e a recuperação da taxa de lucro, visão contrária à primeira, embasada no argumento de que

a combinação de uma tendência crescente na taxa de lucro e de uma desvalorização do trabalho tornou escassas as possibilidades rentáveis da economia atual.

A interpretação pós-keynesiana, de modo geral, parte do princípio de que os agentes econômicos tomam suas decisões em um cenário de incerteza em relação ao futuro, e, portanto, baseiam-se quase exclusivamente em suas próprias expectativas, que podem ser contagiadas por um movimento de manada ou por incentivos que desloquem o investimento da esfera produtiva para a esfera financeira. A instabilidade, própria do cenário econômico, é suficiente para que crises financeiras sejam parte do sistema e não simples manifestações conjunturais. Com o cenário futuro incerto e em um contexto de predominância financeira, em que as possibilidades de gastos e financiamentos são ampliadas, o endividamento dos agentes econômicos contribui para a fragilização sistêmica. Não há alternativa, para autores dessa corrente teórica, a não ser a intervenção estatal durante o enfrentamento da crise financeira e a regulamentação dos mercados para sua prevenção.

A teoria específica de Hyman Minsky trabalha com a Hipótese da Fragilidade Financeira, partindo especialmente da ideia de que, em uma economia capitalista financeira, os agentes econômicos assumem posições de financiamento de acordo com suas expectativas em relação ao futuro, e, portanto, podem se caracterizar como *hedge*, *speculative* ou *Ponzi*, da posição menos para a mais agressiva. A Fragilidade pode ser constatada a partir do momento em que um estado de calma e bonança, com posições predominantemente *hedge* e *speculative* aos poucos se transforma em um estado instável, com predominância de posições *speculative* e *Ponzi*, em um processo autogerado pelas expectativas otimistas dos agentes durante o período de tranquilidade e crescimento. De acordo com Minsky, essa tendência é própria da economia financeira e deve ser corretamente assimilada pelo governo e pela autoridade monetária através da atuação do *Big Government* e do *Big Bank*, ou *Lender of Last Resort*.

A crise de 2008 levantou, em diversos autores, a suspeita da ocorrência de um Momento Minsky, termo criado por Paul McCulley para caracterizar a crise financeira russa de 1998, que descreve um ponto ou processo de redução brusca na disponibilidade de crédito e uma tendência insolvente na economia, após um período de tranquilidade. De acordo com Wray (2011), pós-keynesiano do Levy Institute, e que foi aluno de Minsky, não é possível retratar a crise de 2008 como um Momento Minsky específico no tempo, visto que suas raízes e antecedentes remontam a um processo histórico de desestabilização e desregulamentação financeiras. Mas a impossibilidade de caracterizar

a crise de 2008 como um Momento Minsky não invalida a teoria desse autor nem diminui sua contribuição acerca da compreensão de crises financeiras, de maneira geral, ou da crise financeira norte-americana de 2008 especificamente.

Ao discutir proposições econômicas sob uma ótica de composição de passivos, Minsky avança na teoria econômica keynesiana e sob a teoria econômica *mainstream*, cujas preocupações se concentram em estruturas de ativos, em direção a uma teoria que abrange o custo do financiamento das decisões financeiras em contraposição à expectativa de retorno de cada agente financeiro, que de fato determina uma estruturação de seus ativos. Em um ambiente de incerteza, como Keynes já havia proposto, as decisões não se restringem a uma economia de mercado de capitais (a escolha de ativos a reter), mas abrangem ainda uma economia de endividamento (a escolha da maneira de financiar a retenção ou propriedade desses ativos). Através desse olhar inovador, o autor reconhece haver processos de geração de incoerências e incompatibilidades dentro das expectativas dos diferentes agentes, de forma que a principal causa da instabilidade sistêmica são alterações na decisão dos agentes quanto à composição e financiamento de seus portfólios a partir de novas informações e perspectivas futuras.

Nesse sentido, a elaboração teórica de posturas financeiras (a combinação dos fluxos de entrada e saída de caixa das unidades decisórias, a saber: *hedge*, *speculative* e *Ponzi*) não representa apenas um avanço teórico na compreensão dos ciclos financeiros, mas caracteriza um processo de reavaliação contínua do risco e da margem de segurança dos agentes, em uma tendência crescente de assumir mais riscos, o que implica em uma tendência inexorável à crise financeira. A teoria de Minsky explica a crise mesmo que não haja um choque exógeno e, dessa maneira, supera as interpretações *mainstream*. E a reversão endógena do ciclo de expansão pela ótica minskyana supera as demais interpretações alternativas da crise financeira na medida em que define um ciclo financeiro de desestabilização concernente ao descasamento de fluxos de entrada de caixa (receita ou crédito) com os fluxos de saída de recursos para cumprir compromissos contratuais. Ao reconhecer que as decisões de composição passiva das unidades decisórias levam o sistema financeiro de robusto à frágil (e que, depois, a própria fragilização sistêmica leva os agentes a assumirem posições menos arriscadas, retomando o ciclo de expansão), a análise de Minsky permite uma compreensão não apenas dos determinantes específicos da crise de 2008, mas de todo o processo de desregulamentação financeira que possibilitou sua ocorrência, o que torna mais coerente caracterizar a crise norte-americana como o ápice de um Processo Minsky, e não apenas como um Momento

Minsky. Ademais, a teoria do autor oferece uma série de lições a serem tiradas da ocorrência de crises financeiras, bem como possibilidades sugestivas para esses momentos inerentes de desestabilização e fragilidade, expostas no último capítulo desta dissertação.

Referências Bibliográficas

ACEMOGLU, Daron (2009). The Crisis of 2008: Structural Lessons for and from Economics. United States: Massachusetts Institute of Technology. Disponível em: <http://economics.mit.edu/files/3703>

BELLUZZO, Luiz Gonzaga. (2005) O dólar e os desequilíbrios globais. Rev. Econ. Polit.. vol.25, n.3, pp. 224-232. ISSN 0101-3157. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/S0101-31572005000300004>. Acessado em: 01 de abril de 2014.

_____. (2009). Os Antecedentes da Tormenta: Origens da Crise Global. São Paulo: Editora UNESP e Edições Facamp.

_____. (2014). Os Tropeços da Ciência Triste. Carta Capital. Disponível em: <http://www.cartacapital.com.br/revista/783/os-tropecos-da-ciencia-triste-7567.html>. Acessado em: 17 de Março de 2014.

CASSIDY, John (2009). How markets fail: the logic of economic calamities. New York, NY: Farrar, Straus and Giroux. 390p.

CHICK, Victoria (1993). The Evolution of the Banking System and The Theory of Monetary Policy. In: S.F. Frowen (ed.) *Monetary Theory and Monetary Policy: New Tracks for the 1990s*. London: Macmillan. P. 79-92.

CHICK, Victoria (2008). Could the Crisis at Northern Rock have been Predicted?: An Evolutionary Approach, *Contributions to Political Economy*. Disponível em: <http://cpe.oxfordjournals.org/content/27/1/115.abstract?etoc>

DAVIDSON, Paul (2008). How To Solve The U.S. Housing Problem and Avoid A Recession: A Revived HOLC and RTC. MPRA Paper No. 7427 Disponível em: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/7427/>

dos SANTOS, Paulo (2009). At the heart of the matter: household debt in contemporary banking and the international crisis. Research on Money and Finance, Discussion Paper 11. Disponível em: www.researchonmoneyandfinance.org

FOSTER, John Bellamy; MAGDOFF, Fred. The great financial crisis (2009). New York: Monthly Review Press. 160p.

FUCIDJI e STRACHMANN (2010). The Current Financial and Economic Crisis: Empirical and Methodological Issues. Universidade Estadual de São Paulo – Unesp. 30p.

HELLEINER, E. (1994). Support for the Euromarket in the 1960s. In: Helleiner, States and the Remergence of Global Finance (pp. 81 - 100). Ithaca: Cornell University.

HUSSON, Michel (2008). Marxists on the capitalist crisis: A systemic crisis, both global and long lasting. Disponível em: <http://www.workersliberty.org>

HUSSON, Michel (2010). La hausse tendancielle du taux de profit. Disponível em: <http://hussonet.free.fr/cricoco.htm>

KEYNES, John Maynard (1987). The Collected Writings of John Maynard Keynes: Volume 13, The General Theory and After: Part I. Preparation Monetary Theory of Production. London: Cambridge University Press. 653p.

_____ (1990a). A Treatise On Money. Vol I: The Pure Theory of Money. London: Cambridge. 363 p.

_____ (1990b). A Treatise On Money. Vol II: The Applied Theory of Money. London: Cambridge. 424 p.

_____ (1998). A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. São Paulo, SP: Editora Atlas. 328 p.

KLIMAN, Andrew (2009). ‘The destruction of capital’ and the current economic crisis. Disponível em: www.socialistdemocracy.org

KLIMAN, Andrew (2009). On the roots of the current economic crisis and some proposed solutions. Disponível em: www.tomweston.net

KREGEL, Jan (2008). Changes in the U.S. Financial System and the Subprime Crisis. Working Paper No. 530. Levy Institute. Disponível em: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_530.pdf

KRUGMAN, Paul (2009). *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*. W. W. Norton & Company; Reprint edition. United States: New York. 207p.

KRUGMAN, Paul (2012). *The Conscience of a Liberal: Economics in Crisis*. New York Times. Disponível em: http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/03/05/economics-in-the-crisis/?_r=1

LAPAVISTSAS, Costas (2009). *Financialisation or the search for profits in the sphere of circulation*. Research on Money and Finance, Discussion Paper 10. Disponível em: www.researchonmoneyandfinance.org

LAPAVISTSAS, Costas (2010). *Financialisation and capitalista accumulation: structural accounts of the crisis of 2007-9*. Research on Money and Finance, Discussion Paper 16. Disponível em: www.researchonmoneyandfinance.org

LAVOIE, Marc. (2006), 'Do heterodox theories have anything in common? A post-Keynesian point of view', *Intervention. Journal of Economics*, 3 (1), May, 87-112

_____.(2014). *To which of the five streams of post-Keynesianism does John King belong?* University of Ottawa. Disponível em:

<http://www.vu.edu.au/sites/default/files/cses/pdfs/lavoie-paper.pdf>

LUCAS, Robert E., Jr. (1976). *Econometric Policy Evaluation: A Critique*. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 1: 19–46.

_____. (1995). *Monetary Neutrality*. Prize Lecture. United States: University of Chicago. Disponível em:

http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/1995/lucas-lecture.pdf

MARTIN, Michelle. (2012). *What is shadow banking and why does it matter?*. Disponível em: <http://www.reuters.com/article/2012/02/07/us-shadow-banking-idUSTRE81611820120207> Acessado em: 01 de Abril de 2014.

MARX, K. (1998) *O Capital*, Livro I. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.

MINSKY, Hyman P.(1975) *John Maynard Keynes*. Columbia University Press.

_____ (1982). Can “it” Happen Again?: Essays on Instability and Finance. New York: M. E. Sharp. 301 p.

_____ (1986). Stabilizing the Unstable Economy. New Haven, Yale University Press. 454 p.

_____ (1987). Securitization – Handout Econ 335A, Fall 1987 in the Minsky Archive at The Levy Economics Institute of Bard College.

_____ (1992). The Financial Instability Hypothesis – Working Paper n. 74.. Disponível em: <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>. Acessado em: 26 de Março de 2010.

_____ (1996). Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies – Working Paper n. 155. Disponível em: <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp155.pdf>. Acessado em: 26 de Março de 2010

MOLLO, M. L. R. (1988) Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das Autoridades Monetárias: uma leitura de Minsky. *Revista de Economia Política*. Sl: vol. 8, n. 1, jan-mar 1988, pp. 100-123.

MIRANDA, F. (2011). As Interpretações Marxistas da Crise Econômica Atual: Uma Análise com Base nas Teorias de Marx. Universidade Federal do Rio de Janeiro. 157p.

MOFFIT, M. (1984). O Mercado Mundial de Moeda. In: Moffit, O Dinheiro do Mundo. Rio de Janeiro, Paz e Terra.

SAUVIAT, C (2005). Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário. In: CHESNAIS, François (Org.) Finança Mundializada: raízes e políticas, configuração, consequências. Tradução de Rosa Marques e Paulo Nakatani. São Paulo: Boitempo.

STIGLITZ, Joseph E (2010). O Mundo em Queda Livre: Os Estados Unidos, o mercado livre e o naufrágio da economia mundial. Editora Schwarcz: São Paulo. 575p.

TAVARES, Maria da Conceição, FIORI, José Luís (1997). A retomada da hegemonia norte-americana In: Pode e Dinheiro: uma economia política da globalização. Petrópolis. Editora Vozes.

TAYLOR, John B (1997). A core of practical macroeconomics. *The American Economic Review*, v. 87, n. 2, p. 233-235.

_____ (2008). *The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*. United States: Stanford. Disponível em:

<http://web.stanford.edu/~johntayl/FCPR.pdf>

TOPOROWSKI, Jan (2005). *Theories of Financial Disturbance. An Examination of Critical Theories of Finance from Adam Smith to the Present Day*. Cheltenham: Edward Elgar. 204 p.

VERCELLI, Alessandro (2009). *A Perspective on Minsky Moments: The Core of the Financial Instability Hypothesis in Light of the Subprime Crisis*. Working Paper n° 579. Levy Institute.

_____. (2010). *Economy and economics – The twin crisis*. In: BRANCACCIO, Emiliano; FONTANA, Giuseppe. *The Global Economic Crisis – New Perspectives on the critique of economic theory and policy*. New York, NY: Routledge. 15 p.

WRAY, L. Randall (2009). *The Return of the Big Government: Policy Advice for President Obama*. The Levy Economics Institute of Bard College No. 99. Disponível em: http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb_99.pdf

WRAY, Randall L (2009a). *Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis - Working Paper n. 578*. Levy Institute. Acessado em: 26 de Março de 2010. Disponível em: <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp578.pdf>

_____ (2009b). *The rise and fall of money manager capitalism: a Minskian approach*. *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), 807–828. - See more at: <http://www.economonitor.com/lrwrap/2012/03/27/why-minsky-matters-part-one/#sthash.07fTLGW7.dpuf>

_____ (2011). *Minsky's Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis – Working Paper n. 661*. Levy Institute. Acessado em: 30 de Março de 2013. Disponível em: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_661.pdf