

UNIVERSIDADE FEDERAL FLUMINENSE – UFF
INSTITUTO DE CIÊNCIAS DA SOCIEDADE E DESENVOLVIMENTO REGIONAL
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

BRUNA MONTECHIARE ALVES

**O PAPEL DO CRÉDITO NOS CICLOS ECONÔMICOS NA ABORDAGEM DE
MINSKY E A CRISE DE 2008**

Campos dos Goytacazes - RJ

2016

UNIVERSIDADE FEDERAL FLUMINENSE – UFF
INSTITUTO DE CIÊNCIAS DA SOCIEDADE E DESENVOLVIMENTO REGIONAL
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

BRUNA MONTECHIARE ALVES

**O PAPEL DO CRÉDITO NOS CICLOS ECONÔMICOS NA ABORDAGEM DE
MINSKY E A CRISE DE 2008**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado à Universidade Federal
Fluminense como requisito obrigatório para a
obtenção do grau Bacharel em Ciências
Econômicas.

ORIENTADOR: Prof. Dr. Felipe Santos Tostes

CO-ORIENTADOR: Prof. Dr. Adriano Vilela Sampaio

Campos dos Goytacazes – RJ

2016

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, primeiramente, por ter me dado forças para resistir a todos os momentos de dificuldade.

Agradeço à minha família por todo o apoio incondicional e em todos os sentidos ao longo de todo o curso.

Agradeço a todos os professores que no decorrer dessa jornada de quatro anos colocaram à disposição todo o conhecimento deles em sala de aula.

E não poderia deixar de prestar essa pequena homenagem aos meus orientadores nessa monografia. Adriano e Felipe, vocês foram acima da média em todos os conselhos e sugestões. Muito abrigada pela atenção e por confiarem em mim para carregar os seus nomes em meu trabalho.

À coordenação do curso de Ciências Econômicas também agradeço toda dedicação.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	6
1. O CICLO ECONÔMICO EM KEYNES	9
1.1. Abordagem pós-keynesiana: principais conceitos e fundamentos.....	17
2. HYMAN MINSKY E A INSTABILIDADE FINANCEIRA	20
3. A CRISE DE 2008	29
3.1. Contextualização do Período de Crise.....	29
3.2. As Causas da Crise	30
3.3. O “Momento Minsky”	32
CONCLUSÕES.....	36
4. REFERÊNCIAS.....	38

RESUMO

Essa monografia utiliza a visão pós-keynesiana para determinar o papel do crédito nos ciclos econômicos. No entanto, mostrou-se essencial ao longo do estudo apresentar a teoria elaborada por Keynes primeiramente, visto que ela fornece a base para os pós-keynesianos. Nesse sentido, a monografia analisa os conceitos e as variáveis abordadas na teoria keynesiana que podem colaborar para um estudo sobre os ciclos econômicos. Para tratar do papel do crédito nas retrações e expansões econômicas, o autor escolhido foi Hyman Minsky. A teoria minskyana apresenta o ciclo econômico como resultado de mudanças nas expectativas dos agentes. Ela se utiliza de posturas financeiras para explicar os ciclos e da “Hipótese da Instabilidade Financeira” como referencial teórico. Dessa forma, com o intuito de mostrar a atualidade de Minsky para a análise de economias com sistemas financeiros desenvolvidos, tenta-se, através desse trabalho, explanar como a abordagem minskyana se mostra adequada na explicação da crise financeira de 2008.

ABSTRACT

This monograph uses the post-Keynesian view to determine the role of credit in economic cycles. However, it proved to be essential during the study present the theory developed by Keynes first, since it provides the basis for the post-Keynesians. In this sense, the monography analyzes the concepts and variables addressed in Keynesian theory which can contribute to a study on the economic cycles. To address the role of credit in recessions and expansions, the author chosen was Hyman Minsky. The Minskyan theory presents the economic cycle as a result of changes in agents' expectations. It uses financial positions to explain the cycles and the "financial instability hypothesis" as a theoretical framework. Thus, in order to show the relevance of Minsky to analyze economies with developed financial systems , attempts to , through this work , explain how Minskyan approach seems adequate in the 2008 financial crisis explanation.

INTRODUÇÃO

Em 1930 as idéias de John Maynard Keynes ganharam destaque. Ocorria no período uma crise econômica global, em que, até o momento, as nações estabeleciam diretrizes macroeconômicas de combate às crises respaldadas na doutrina clássica, que defendia a tese de que o desenvolvimento econômico se daria apenas por uma autorregulação por parte do mercado. No entanto, diante da elevada taxa de desemprego apresentada, se mostrou indispensável a elaboração de políticas capazes de restabelecer o nível de emprego da economia. É nesse contexto que surge o “Estado regulador”, a concepção keynesiana que ajudou no restabelecimento de grandes economias capitalistas.

Os pós-keynesianos se propõem a ir além dessa análise econômica. Respaldados nas obras de Keynes e outros autores, esses economistas dão ênfase nos conceitos de incerteza não-probabilística e não neutralidade da moeda para tentar discorrer acerca de temas ainda não difundidos dentro da perspectiva keynesiana, como “flutuações cíclicas”, assunto esse que é explicado por Minsky a partir dos comportamentos dos agentes econômicos, isto é, da forma pela qual os investimentos e as posições em ativos de capital são financiados, estando já contidas nesta definição as instituições financeiras (Minsky, 2013)

Conhecer o cenário macroeconômico a que está inserido proporciona ao governo uma maior habilidade na coordenação de políticas que visem a recuperação da economia. Esse aspecto é unânime a todos os estudiosos. Portanto, a explicação do que provoca retrações e expansões nos ciclos econômicos possibilitam eficientes intervenções do Estado a fim de restabelecer a estabilidade econômica.

Nesse sentido, considerando que o título da monografia é “O Papel do Crédito nos ciclos Econômicos: uma abordagem Pós-Keynesiana”, vê-se como imprescindível o esclarecimento do que vêm a ser as variáveis que formam o ciclo antes mesmo de tentar determinar a função do crédito nas flutuações econômicas, o que pressupõe uma introdução à Keynes.

Ele acreditava que, entre os componentes da Renda Nacional, é ao investimento que deve ser dada a ênfase. Dessa forma, na monografia será elucidada

a importância da taxa de juros para o investimento e como ela determina a preferência pela liquidez dos *policy makers*. Nesse sentido, também será explicado outros conceitos keynesianos de fundamental relevância: as expectativas e a incerteza; além de mostrar como as primeiras variáveis influenciam de forma direta os ciclos econômicos (Keynes, 1983).

Dessa forma, ao se depararem com um cenário de expectativas otimistas logo, com momentos da confiança a níveis elevados, os agentes são capazes de mensurar as variáveis macroeconômicas. No entanto, dentro da teoria formulada por Keynes, os pós-keynesianos, como já foi dito, absorvem a ideia de incerteza como uma variável não mensurável. Nesse caso, como a probabilidade não pode ser utilizada, o que é exercido é o *animal spirits*, um comportamento por parte dos agentes baseado nas suas intuições ou emoções a fim de tentar "driblar" um momento de incerteza na economia. É também da incerteza que se dá a instabilidade inerente ao sistema considerada por Hyman Minsky e que será explicada minuciosamente neste trabalho.

Considerando que a teoria pós-keynesiana concorda com Keynes sobre a importância do Estado na economia, é essencial que as intervenções estatais sejam precisas e eficientes para que o país não se afunde ainda mais em suas problemáticas. Dessa forma, ao acreditar na instabilidade endógena à economia e no papel inquestionável que o crédito exerce nos ciclos econômicos, torna-se mais fácil intervir eficazmente nas variáveis econômicas a fim de paralisar a crise e, dessa forma, fazê-la retroceder de forma expansiva.

Ao analisar a conjuntura mundial atual, observa-se países imergindo em problemas financeiros que acabam por contagiar toda a esfera econômica e se propagar por vários países, o que é permitido pela globalização financeira, que foi intensificada pela inserção das telecomunicações e da informática. Nesse sentido, grandes economias têm entrado em crise no século XXI e difundido para outros grandes países suas debilidades.

A partir da perspectiva minskyana, essas "debilidades" citadas acima são geradas no próprio sistema, isto é Minsky acredita que um país estar por um longo período em um estado de estabilidade econômica já é a causa para que o país vá em direção à instabilidade (Minsky, 2013). Isto porque estar em um momento favorável há um tempo longo faz com que as expectativas dos agentes se tornam extremamente otimistas e se coloquem em situações de risco ao adotar esquemas de financiamento cada vez mais especulativos, o que levará a um aumento na taxa de juros caso a

oferta desses financiamentos se torne inelástica. Se essa suposição se realizar, as posturas financeiras dos agentes serão "promovidas" a especulativas e Ponzi, unidades "vulneráveis a mudanças nas condições dos mercados financeiros" (Minsky, 2013, p.233).

É a partir dessa teoria minskyana que essa monografia tentará trabalhar a hipótese de que Minsky evoluiu na questão do ciclo econômico ao investigar o comportamento dos agentes nos ciclos de crescimento e o modo como é feito o financiamento pelas instituições financeiras, além de procurar cumprir com o objetivo central de determinar qual o papel do crédito nas expansões e retrações da economia. Para isso, foram utilizados três capítulos.

O primeiro capítulo abordará a teoria apresentada por Keynes na "Teoria Geral", em que as principais variáveis serão expostas e explicitadas. Além disso, o trabalho demonstrará como essas variáveis influenciam na formação do ciclo econômico para este autor.

O segundo capítulo será dedicado à exposição da teoria de Minsky, onde a "Hipótese da Instabilidade Financeira" será explanada a fim de explicar da melhor forma possível as posturas financeiras identificadas por Minsky na economia. Diante disso, o capítulo tentará estudar como o crédito é imprescindível para explicar as crises e expansões econômicas.

No terceiro e último capítulo a monografia apontará uma circunstância em que a hipótese testada se fez realidade: a crise de 2008. Não por acaso essa fase de retração econômica foi chamada pelos especialistas de "Momento Minsky". Dessa forma, esta seção tentará abordar os aspectos dessa crise e como ela se deu e se expandiu por toda a economia mundial. Por fim, o capítulo tentará indicar da forma mais clara possível às características minskyanas na crise de 2008 e como elas se comportaram ao longo das flutuações cíclicas.

1. O CICLO ECONÔMICO EM KEYNES

Com o intuito de desenvolver uma monografia sob a ótica pós-keynesiana acerca do papel do crédito nos ciclos econômicos é necessário definir as variáveis macroeconômicas que explicam as flutuações na economia, mais especificamente as flutuações do produto e da renda. Para cumprir esse objetivo, o ponto de partida adequado é a “Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda” (TG) de Keynes. Nessa obra, o autor descreve a dinâmica das flutuações econômicas a partir das variáveis macroeconômicas chaves.

Partindo do pressuposto que a renda nacional, segundo Keynes, se divide basicamente em consumo e investimento e, além disso, ele está preocupado em explicar as decisões empresariais, a ênfase dada por Keynes está no último componente da renda nacional. Nesse sentido, diante da importância do investimento para a economia, a Eficiência Marginal do Capital (EMgK) é definida como a variável que determinará o mínimo de retorno desejado para realizar o investimento. Nas palavras do autor, EMgK é “o preço que bastaria, exatamente, para induzir um fabricante a produzir uma nova unidade suplementar desse capital” (Keynes, 1985, p.101). Assim, essa variável equivale a expectativa com relação ao rendimento futuro do investimento em dado bem de capital e os seus custos de produção e reposição de maquinários, ferramentas e insumos. Nesse sentido, quando o investimento aumentar em dado tipo de capital a EMgK baixará. Isso porque, a renda esperada se reduzirá de acordo com o aumento da oferta do produto e a pressão para que se produza ainda mais esse tipo de capital acarretará numa elevação do preço de oferta. Essa variação de investimento, no entanto, só ocorrerá até o ponto em que a EMgK se equipará a taxa de juros (Keynes, 1985, p.101-107).

A taxa de juros é uma variável de grande importância na teoria keynesiana. Nela, a taxa não é apenas um rendimento obtido pela espera do consumo futuro, como é apregoado na teoria clássica, ela é na verdade a recompensa pela renúncia do poder de comando do dinheiro, ou a renúncia a liquidez. Nas palavras de Keynes (1983)

“[...] A taxa de juros não é o “preço” que equilibra a demanda de recursos para investir e a propensão de abster-se do consumo imediato. É o “preço” mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível.” (Keynes, 1983, p.122)

Dessa forma pode-se dizer que se a taxa de juros for menor haverá uma conservação da moeda na forma líquida maior do que a sua oferta disponível. Nesse sentido, é possível afirmar que “os juros pagos aos títulos são uma compensação pelo seu menor grau de liquidez quando comparado com a moeda, que possui maior prêmio de liquidez entre os ativos” (Paula, 2006, p.83). Isso significa que ao se deparar com uma recompensa menor, os agentes não teriam estímulos para abrir mão da liquidez. Por outro lado, caso houvesse uma elevação da taxa de juros, acarretaria em um excedente de moeda, visto que não haveria quem desejasse retê-la.

Ou seja, a determinação da taxa de juros está associada ao que Keynes define como Preferência Pela Liquidez dos agentes econômicos (PPL). A PPL determina a parcela da renda que ele guarda, quanto da renda ele mantém na forma de dinheiro (ou equivalentes) ou na forma de bens menos líquidos. Nesse sentido, Keynes aborda três motivos da preferência pela liquidez. O motivo transação representa a necessidade dos agentes de ter dinheiro em mãos para realizar transações econômicas com mais facilidade, o motivo precaução está relacionado ao risco de ocorrer imprevistos, o que também leva à acumulação em dinheiro líquido pelo público precavido, e, além disso, há o motivo especulativo, que tem relação direta com a taxa de juros, visto que os agentes especulam no mercado e definem a partir do valor da taxa de juros, se vão dar preferência à liquidez ou não.¹

Como sistematização para essa afirmação, Keynes apresenta a fórmula $M = L_1(Y) + L_2(r)$, sendo M a quantidade de moeda, L a função de liquidez, Y a renda e r a taxa de juros. Dessa forma, Keynes também chamou a preferência pela liquidez de demanda por moeda.²

É possível entender então que um fundamento importante na abordagem keynesiana é o papel das expectativas como elemento determinante das decisões empresariais. Isso, porque, os empresários devem fazer as melhores previsões sobre a quantidade a ser ofertada e o preço que irá vigorar no mercado. Dessa forma, as expectativas são separadas em expectativas de curto prazo e expectativas de longo prazo. O primeiro tipo se refere ao quanto o empresário espera ganhar vendendo seu produto e o segundo tipo, ao quanto se espera ganhar por ter comprado um

¹ Keynes, 1983, p. 121-126.

² Idem.

equipamento de capital que vai usar na produção. Compreende-se, a partir disso, que, na visão de Keynes, as expectativas de curto prazo governam as decisões empresariais quanto a utilização do capital já instalado e as expectativas de longo prazo quanto a ampliação do capital instalado. Dessa forma, as expectativas, em conjunto com a EMgK, têm o papel de estimular a produção, considerando, por exemplo, uma elevação dos preços. Como diz Keynes (1983),

Os preços dos bens existentes sempre se ajustarão a mudanças nas expectativas concernentes ao valor esperado da moeda. A importância de tais mudanças nas expectativas reside nos seus efeitos sobre a rapidez de se produzir novos bens, através de sua reação sobre a EMgK. (Keynes, 1983, p.105)

Assim, a expectativa de que os preços se reduzam tem um efeito estimulante porque eleva a EMgK, considerando a EMgK equivalente à expectativa em relação ao rendimento futuro do investimento em dado bem de capital e os seus custos de produção e reposição de maquinários e insumos. São as variações nas expectativas que provocam flutuações violentas na EMgK e que explicam o ciclo econômico.

Para Keynes, a EMgK só poderia ter validade a partir da existência da incerteza em relação à taxa de juros futura, visto que ninguém seria louco de não ganhar um excedente se não tivesse qualquer risco nessa escolha. Isso significa que o agente pode incorrer numa perda ao longo dos anos por conta da taxa de juros, o que não aconteceria caso esse mesmo agente se propusesse a conservar o dinheiro em forma líquida. Esse "pode incorrer" representa a incerteza quanto ao que virá no futuro. Primeiramente, ao observar este fato, Keynes aponta a taxa de juros como um "fenômeno basicamente psicológico"(Keynes, 1983, p.144). No entanto, quando se dá conta de que há uma dependência do valor observado em relação à previsão do valor futuro, isto é, "qualquer taxa de juros aceita com suficiente convicção como provavelmente duradoura será duradoura" (Ibid, p. 144), conjectura que "talvez fosse mais exato dizer que a taxa de juros seja um fenômeno altamente convencional"(Ibid, p.144).

Com o objetivo de determinar a taxa de juros, Keynes iniciou um processo de análise sobre os atributos de diferentes tipos de bens, concluindo que cada ativo gera um rendimento que veio a ser chamado de q , sofrem algum desgaste despendido, assim, um custo de manutenção (c) e, além disso, apresentam uma disposição por

parte dos agentes de pagar pela segurança proporcionada pelo poder de dispor do bem, ou seja o prêmio de liquidez (l). A partir dessas características, a teoria keynesiana pôde afirmar que $q - c + l$ é a recompensa esperada por ter a propriedade de determinado ativo, isto é, $q - c + l$ é a taxa de juros específica de qualquer bem. Nesse sentido, “a preferência pela liquidez é refletida em termos do *trade-off* entre retornos monetários ($a+q-c$) e prêmio de liquidez (l)” (Paula, 2006, p.83), causando uma valorização da liquidez à medida que a incerteza se eleva.

Diante disso e a partir de análises sobre a moeda concluiu-se que este é um ativo com diferenciais extremamente especiais. A moeda não só tem o rendimento (q) nulo como o custo de manutenção (c) insignificante e um elevado prêmio de liquidez (l). Como contraste é apresentado também os bens de capital que são caracterizados pelo maior rendimento em relação ao custo de manutenção e pelo desprezível prêmio de liquidez (Keynes, 1983) .

Dessa forma pode-se afirmar que a moeda tem suas peculiaridades que fazem com que a taxa de juros específica seja menos propensa a baixas a medida com que a produção aumenta do que a taxa de outros bens. A elasticidade de produção igual a zero é um importante diferencial, visto que ele garante a dificuldade em produzir a partir de trabalho a moeda se o agente tiver necessidade de obtê-la. No entanto, não só essa diferença é apresentada pela moeda. Este ativo também tem uma elasticidade-substituição tendendo a zero, o que garante a não substituição dela por outro fator mesmo quando seu valor de troca sobe. Nesse sentido a taxa monetária de juros é a demanda concentrada na moeda (Keynes, 1983).

Para Keynes, a taxa de juros é o resultado da interação entre oferta de moeda e PPL (os motivos para demandar moeda, conforme a decisão dos agentes em distribuir a sua renda de acordo com os motivos transação, precaução e especulação). Com determinado grau de expectativa, à medida que a quantidade de moeda aumenta, ocorre um decréscimo da taxa de juros, o que torna a curva da PPL regular. Isto porque, em determinado estado de expectativa, por conta do motivo transação, a preferência pela liquidez absorve mais moeda à medida que a taxa de juros se reduz. Mas, além disso, uma redução da taxa de juros pode aumentar a quantidade desejada de moeda a conservar líquida, visto que o que os agentes

econômicos pensam acerca do que acontecerá com a taxa de juros não coincidem com o que mercado acredita.

Dessa forma, a partir de uma elevação da taxa de juros, há uma redução da preferência pela liquidez (ou demanda por moeda) e um aumento da oferta de moeda. Nesse sentido, flutuações em qualquer uma dessas variáveis influenciam as outras, conseqüentemente. No entanto, a incerteza em relação ao futuro intervém mudando alguns pontos. Pode-se dizer, por exemplo, que um aumento na quantidade de moeda pode não exercer a influência esperada sobre a taxa de juros. Isso porque a elevação da quantidade de moeda pode levar a uma incerteza muito grande por parte dos agentes que os façam aumentar sua PPL como precaução. Além disso, também é possível deduzir outra situação em que a opinião de todos os agentes em relação à taxa de juros tenda para o mesmo resultado, o que fará com que uma ligeira variação dessa taxa no momento leve a uma tendência unânime à procura da liquidez. A partir daí pode-se concluir que a incerteza ocupa um papel importante neste ciclo e que a diversidade de opiniões também é necessária. (Keynes, 1985, p.125)

Fica claro, então, que a EMgK é determinada pelo fluxo esperado de rendimentos, pelo preço de oferta dos bens de capital e pelo montante de capital. Em contrapartida, a taxa de juros é governada pela preferência pela liquidez e pela oferta de moeda estipulada pelo banco central. Desse modo, a EMgK e a taxa de juros, juntamente com o que as determinam, direcionam o montante de investimento, que é responsável por estipular a renda nacional e o volume de emprego. Por conseguinte, essas últimas variáveis determinam o incremento do consumo e da poupança e, como consequência, estes dois elementos provocam uma mudança no salário relativo. Nesse sentido é possível considerar as expectativas como um dos elementos do nível de emprego, uma vez que as mesmas estão presentes na determinação do fluxo de investimento, tanto pelo lado da EMgK como pelo lado da taxa de juros.

Keynes diz ainda que o sistema econômico está sujeito a "severas flutuações no que concerne a produção e o emprego"(Keynes, 1983, p.173), mas também afirma que o pleno emprego é uma situação praticamente impossível, visto que as flutuações têm como destino um estado intermediário, ou seja, uma situação sem desespero, mas também sem satisfação. Nesse sentido, é nisso que se baseou a teoria dos ciclos

econômicos: na mudança de estados quando se está chegando a um limite, positivo ou negativo. Estes resultados são produzidos, segundo Keynes, por conta das tendências psicológicas e circunstâncias no mundo moderno. Dessa forma, para tornar um sistema estável deve-se analisar estes aspectos psicológicos, ou seja, quais são as condições para alcançar a estabilidade.

Uma das condições é o multiplicador do volume de emprego N ser maior do que 1 mas não ser muito grande, visto que uma variação no investimento, gerando uma maior produção e maior montante de mão-de-obra, resultaria numa grande mudança no consumo. Além disso, outras condições de estabilidade são a baixa sensibilidade do investimento frente a variações na taxa de juros e variações moderadas no emprego que acarretam numa não tão grande alteração nos salários nominais, sendo esta segunda uma condição para estabilidade dos preços. Como quarta e última tem-se a condição de que um investimento maior do que imperava provocaria uma baixa da EMgK se se prolongasse por um período que não seja muito longo. Assim,

se os investimentos sobem a um nível maior que antes, basta (...) certo lapso de tempo para determinar na EMgK uma baixa suficientemente forte para provocar uma recessão, a não ser que mudanças compensadoras se produzam em outros fatores (Keynes, 1983, p. 176).

Estas quatro condições aplicadas conjuntamente têm o objetivo de evitar extremos positivos e negativos das flutuações no emprego e nos preços.

Com o intuito de caracterizar o ciclo econômico, Keynes(1983), no capítulo 22 de sua obra, definiu as flutuações na propensão a consumir, na preferência pela liquidez e na EMgK como determinantes do ciclo. No entanto, esta última, que depende do custo corrente da produção de bens de capital, do estoque de capital e não menos importante, do fluxo esperado de rendimentos dos bens de capital, foi apontada como principal responsável pelas variações cíclicas.

O movimento ascendente, economicamente falando, se dá por forças que o impulsiona, mas que ao perder sua potência de forma gradativa dão lugar a forças contrárias que levam a economia ao movimento descendente até que também têm sua potência reduzida, levando à elevação novamente. Keynes ainda vai além quando

diz que “existe certo grau reconhecível de regularidade na sequência e duração dos movimentos ascendentes e descendentes” (Keynes, 1983, p.217).

Com uma maior demanda por moeda (seja para fins de transação ou especulativo), há um aumento da taxa de juros. Este efeito pode levar ao agravamento da crise ou até mesmo no desencadeamento dela. No entanto, o que para Keynes parece mais normal, é que a crise não é explicada “primordialmente [por] uma alta taxa de juros, mas [por] um repentino colapso da EMgK” (Keynes, 1983, p.218).

A teoria keynesiana afirma que as últimas etapas de expansão da economia têm por característica expectativas otimistas com relação aos rendimentos esperados do capital, elevadas o suficiente “para compensar a abundância crescente desses bens, a alta dos custos de produção e, provavelmente, também, a alta da taxa de juros”(Keynes, 1983, p.218). Assim, considerando que os especuladores e compradores são, em sua maioria, inexperientes e ignorantes com o que estão fazendo, quando acontece algo inesperado negativamente em um mercado com expectativas otimistas as cotações tinham uma queda súbita e catastrófica. Consequentemente, com o pessimismo e a incerteza pairando há uma redução da EMgK. Um aumento da preferência pela liquidez e, assim, um aumento da taxa de juros, agravando o declínio de investimento. No entanto, a preferência pela liquidez só inicia sua elevação após a queda “total” da EMgK, o que, “de fato, torna a depressão tão intratável” (Keynes, 1983, p.219).

Em contrapartida, com o aumento da preferência pela liquidez, a taxa de juros começa a declinar, abrindo o caminho para a recuperação. Apesar disso, não é tão fácil reanimar a EMgK. Para que isso ocorra as expectativas devem ser restabelecidas, ou seja, é necessário a volta da confiança.

Por conta da queda da EMgK devido à redução do fluxo esperado de rendimentos há também uma suspensão de novos investimentos, o que gera uma “acumulação de estoques de produtos não acabados” (Keynes, 1983, p.220). Como consequência o preço desses produtos se reduzem com o objetivo de restringir a produção para assegurar a absorção dos estoques excedentes. Esse processo, no entanto, é um investimento negativo que, apesar de trazer um alívio, gera desemprego. Keynes admite que

quando um declínio [nos investimentos de bens duráveis] desencadeia uma flutuação cíclica, haverá poucas probabilidades de recuperação dos mesmos enquanto o ciclo não houver percorrido parte de seu caminho (Keynes, 1983, p.220).

Além da queda da EMgK causar uma redução dos investimentos, para a teoria keynesiana, uma queda substancial desta variável leva a um efeito negativo na propensão marginal a consumir, já que gera uma baixa no valor do mercado de títulos, afetando depressivamente os agentes que investem na bolsa de valores. Desta forma, há um agravamento das consequências de uma queda na EMgK.

Keynes, ao admitir os mercados atuais organizados e influenciados considera que as flutuações de grande proporção da EMgK terão dificuldades em serem compensadas pela mesma proporção de flutuações na taxa de juros.

Portanto, em condições de *laissez-faire*, talvez seja impossível evitar grandes flutuações no emprego sem uma mudança na psicologia do mercado de investimentos, mudança essa que não há razão para esperar que ocorra. Em conclusão, acho que não se pode, com segurança, abandonar à iniciativa privada o cuidado de regular o volume corrente de investimento (Keynes, 1983, p.221).

A partir do que já foi descrito, Keynes faz uma análise do que seria sobreinvestimento apresenta esse “fenômeno” acontece quando há um estado de abundância de capital em que o investimento novo existente não tinha capacidade de render mais do que seu custo de reposição mesmo em condições de pleno emprego. Dessa forma, diz o autor, “qualquer investimento posterior seria mero desperdício de recursos” (Keynes, 1983, p.221).

Nesse sentido, ao falar do auge da expansão a teoria keynesiana admite que não é a elevação, mas a redução da taxa de juros que é o remédio para este estado econômico, visto que a elevação dessa variável pode manter o auge da expansão e o argumento “não consiste em evitar o auge das expansões e em manter assim uma semidepressão permanente, mas em abolir as depressões e manter deste modo permanentemente em um *quasi-boom!*” (Keynes, 1983, p.222)

Assim, apesar do próprio autor admitir que sua sistematização não explica o ciclo, ele caracteriza muito bem as crises e os auges da economia.

1.1. Abordagem pós-keynesiana: principais conceitos e fundamentos

Duas vertentes foram elaboradas ao longo do desenvolvimento da escola Pós-keynesiana. Apesar delas terem focos distintos, não são divergentes uma da outra. A primeira vertente teve como foco a distribuição de renda e o crescimento a partir de estudos de Roy Harrod e Evsey Domar, que se dedicaram a expandir para o longo prazo os resultados obtidos por Keynes na Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. Dessa forma, estes autores chegaram à conclusão que “uma trajetória de crescimento estável com pleno emprego de força de trabalho é possível, mas altamente improvável” (Oreiro, 2011, p. 286). Nesse sentido, as economias alternariam períodos de altas e quedas do nível de atividade, ou seja, apresentariam um crescimento irregular, além de um desemprego elevado.

Como o resultado alcançado por Harrod e Domar não se concretizou ao longo de um período (1950 – 1973), outros autores pós-keynesianos como Luigi Pasinetti e Nickolas Kaldor passaram a desenvolver modelos de crescimento em que a trajetória seja estável a longo prazo e caracterizada pelo pleno emprego da força de trabalho.

Kaldor e Pasinetti [...] mostraram que uma variação do investimento irá gerar sempre – numa economia fechada e sem governo – uma variação equivalente na poupança devido aos efeitos daquela variação sobre a distribuição de renda entre salários e lucros (*Ibid*, p.286)

Na década de 1970 foi desenvolvida a segunda vertente da escola Pós-Keynesiana, que teve como autores-destaque Paul Davidson e Hyman Minsky e vem a ser a base de interesse para o presente trabalho. Essa escola foi contra a tese dos keynesianos – neoclássicos, visto que para essa segunda vertente pós-keynesiana, a síntese neoclássica interpreta de forma incorreta e/ou incompleta a TG de Keynes. Dessa forma, os pós-keynesianos acreditam que o pensamento keynesiano se respalda na ideia de incerteza não-probabilística sobre as decisões e o comportamento dos agentes, principalmente quando se trata de decisões acerca da determinação do ritmo e da forma na qual a riqueza é acumulada. “A noção de incerteza em Keynes é que as pessoas são ignorantes sobre o futuro” (Ferrari e Araújo, 2000, p.167). Assim, a crítica dos pós-keynesianos em relação à teoria neoclássica se dá por conta dos *policy makers* se utilizarem da incerteza como probabilidade mensurável, ou seja, risco. Isso porque os pós-keynesianos acreditam

que a incerteza seja algo não mensurável, o que os fazem chegar à conclusão que a incerteza não é probabilística, mas sim subjetiva. Dessa forma pode-se dizer que os agentes, respaldados nas ideias pós-keynesianas, não utilizam probabilidades para agir. Caso isso fosse feito, os eventos passados determinariam as ocorrências futuras. O que é utilizado por esses agentes é o *animal spirits* (estado de confiança dos indivíduos construído a partir de convenções).

Partindo do pressuposto da existência de incerteza, os agentes econômicos passam a apresentar preferência pela liquidez, ou seja, passam a demandar ativos mais líquidos de acordo com o aumento da incerteza. Dessa forma, a preferência pela liquidez varia positivamente com essa variável. A partir dessa consideração, como a moeda é o ativo mais líquido da economia, com o aumento da incerteza há a elevação de sua demanda. Nesse sentido, por conta de suas características especiais a moeda aproxima passado, presente e futuro através de contratos, coordenando, dessa forma, a atividade econômica. Para Keynes e os pós-keynesianos, portanto, a moeda não é neutra, o que diz respeito à compreensão do processo de decisão dos indivíduos em um contexto de incerteza. Pode-se dizer, portanto, que com uma economia incerta, os indivíduos preferirão reter moeda e, assim, postergarão as decisões os gastos, gerando flutuações na demanda efetiva e no nível de emprego. Nesse sentido pode-se afirmar que “as economias monetárias são inerentemente instáveis devido ao fato de que os tomadores de decisão dos agentes econômicos têm como base um ambiente de incerteza”. (Ferrari e Araújo, p.5).

Os pós-keynesianos consideram, portanto, o sistema financeiro como parte importante para determinar eventos e resultados econômicos através de mecanismos criados pela própria sociedade a fim de que as decisões sejam tomadas da forma menos adversa possível.

Quando se fala em instituições financeiras vinculadas à teoria de Keynes, o primeiro nome que surge nas discussões, geralmente, é Hyman Minsky. Isso porque este autor trata do capitalismo de forma financeiramente contemporânea e também da instabilidade econômica gerada por essas instituições, o que pode desencadear crises periódicas e sistemáticas.

2. HYMAN MINSKY E A INSTABILIDADE FINANCEIRA

Para uma análise acerca do papel do crédito nos ciclos econômicos a partir de uma abordagem pós-keynesiana, se percebeu imprescindível a abordagem de Hyman Minsky. Assim como Keynes, que não considerava a economia capitalista como um sistema de equilíbrio autossustentado, ele não acreditava que a instabilidade econômica se dava através de choques externos, mas sim por sua própria natureza instável. Portanto, olhando por essa perspectiva, Minsky defende a grande relevância do crédito dentro de um contexto de auges e crises econômicos, visto que “a instabilidade da economia depende da forma com são financiados os investimentos e as posições em ativos de capital”. (Minsky, 2013, p.193)

Nesse sentido, tendo por base a teoria keynesiana em seu estudo, de Paula e Alves (2003) concentram suas análises no ciclo econômico de Minsky visando demonstrar como os bancos e o estado de confiança dos agentes econômicos podem interferir em sua dinâmica. Ao julgar os agentes como racionais a questão da incerteza se torna imprescindível para as firmas, as estimulando a estabelecerem margens de segurança para o financiamento da acumulação de capital. Essas margens de segurança se caracterizam pela relação dos lucros esperados pela empresa tomadora do empréstimo e os compromissos financeiros contratados. A diferença entre o lucro esperado e o que deverá ser pago é a margem de segurança para o credor e o tomador do empréstimo. Assim, a relação margem de segurança/erro nas provisões é negativa, considerando que “quanto maior as margens de segurança, menores as chances de que um ‘erro’ nas previsões de lucros compartilhadas pelo banco e pelo tomador inviabilize o pagamento de alguma das parcelas dos empréstimos” (Ibid, p.15)

No texto considera-se que a percepção de risco e a fragilidade da economia são indiretamente proporcionais, visto que, se há um crescimento econômico os agentes são propensos a se colocar em maiores riscos, isto é, tendem a reduzir suas margens de segurança, que se resume na diferença entre os lucros esperados e os pagamentos dos compromissos financeiros contratados, caracterizando, a partir disso, um comportamento otimista para os pós-keynesianos. Dessa forma, “a dinâmica do ciclo econômico em Minsky depende da evolução do risco percebido pelos agentes econômicos, que tende a se alterar ao longo das fases do ciclo” (Ibid,

p.158): “estruturas que são consideradas seguras numa época podem se tornar altamente arriscadas em outra época histórica” (Minsky, 2013, p.207) Assim, ao planejar investir em novos projetos, as firmas devem colocar em pauta as expectativas de lucro e como será feito o financiamento dos bens desejados (Ibid).

Pode-se dizer, nesse sentido, que com uma expansão do financiamento da economia por parte dos bancos, visto que “o financiamento de produção é tipicamente de curto prazo e a maior parte envolve empréstimos bancários” (Minsky, 2013, p. 206), uma elevação do ritmo da atividade econômica leva a um agravamento da fragilidade financeira, criando assim um *trade-off*: um aumento do ritmo de crescimento torna a economia mais vulnerável a crises geradas pelos choques adversos.

Assim, numa perspectiva pós-keynesiana, os bancos possuem um papel importante na dinâmica do ciclo econômico. Eles tomam suas decisões com um olhar sobre os riscos e as oportunidades de obter lucros, mudando a disponibilidade de crédito de acordo com o seu grau de preferência pela liquidez, uma variável keynesiana que aumenta ou diminui a partir da incerteza apresentada naquele período, visto que ela representa o desejo do agente econômico (neste caso, os bancos) de manter sua renda em forma de dinheiro ou de ativos menos líquidos, considerando que “estruturas [...] seguras numa época podem se tornar altamente arriscadas em outra época histórica” (Ibid, p.207)

Na visão neoclássica um tanto quanto convencional os bancos são “meros intermediários neutros na transferência de recursos reais entre poupança e investidores e seu comportamento pouco afeta o volume e as condições de financiamento da economia” (De Paula, 1998, p.22), no entanto, para Keynes e Minsky o sistema bancário tem capacidade, a partir da criação de moeda bancária, de criar crédito (que nem sempre são gerados por depósitos prévios). Assim, os bancos ajustam seus passivos e ativos a fim de conciliar lucros e preferência pela liquidez e acabam por influenciar o ciclo econômico como um todo afetando variáveis reais, como preços, renda e emprego.

A busca por lucratividade e liquidez, no entanto, desemboca em um trade-off, diz De Paula(1998). Isso porque, ao se deparar com um quadro de incerteza econômica e ver sua PPL aumentar, o banco tenderá a reduzir seu desejo pela lucratividade em prol de um ativo mais líquido. Dessa forma, o contrário também

ocorre: diante de um momento de baixa incerteza e, portanto, sem exigência de liquidez, o banco tenderá a buscar ativos menos líquidos mas que lhe proporcionará maiores lucros. Nesse sentido, é essencial que os bancos compartilhem do otimismo dos empresários. Se isso acontecer haverá a disponibilização de crédito para ser investido na produção e, assim, a economia entrará em uma fase de crescimento econômico.

Para os pós-keynesianos, a atuação dos bancos tem como pressuposto um prestador de última instância, isto é, o banco central, e o desenvolvimento de técnicas administrativas realizadas pelos próprios bancos. Dessa forma, os agentes bancários buscam interferir nas escolhas do público para obter maiores lucros através de novos depósitos ou de gerenciamento das necessidades de reservas. Pode-se dizer, portanto, que o comportamento dos bancos é de suma importância para o desempenho econômico a partir do financiamento da economia.

De Paula e Alves (2003) afirmam ainda que, em fase de expansão econômica, os bancos tendem a reduzir sua preferência pela liquidez, gerando maior quantidade de empréstimos, sendo estes, com prazos mais longos. Com o aumento do otimismo com relação às taxas de juros e de câmbio, por exemplo, nesta fase em que a economia se encontra, os bancos se expõem a diversos tipos de riscos, como os riscos de juros, de crédito e de liquidez, isto é, reduzem suas margens de segurança, o que os tornam propensos a previsões equivocadas de lucros esperados, podendo interferir negativamente no pagamento dos empréstimos. Tudo com a visão de possibilidades de maiores lucros. Como consequência destas estratégias bancárias há o aumento do produto da economia, visto que os bancos, com essa postura, elevam a disponibilidade de recursos dos agentes.

Para sustentar essa expansão de crédito, é necessário a administração dos passivos ser feita de forma eficiente e técnicas serem realizadas com o propósito de aumentar os recursos captados junto ao público. De Paula e Alves são apontam duas formas para se chegar a esses objetivos: "i) gerenciamento de reservas; ii) introdução de inovações financeiras" (Ibid, p.143). A primeira se refere à influência por parte dos bancos, em relação aos clientes, à aplicação dos recursos em "obrigações que economizem reservas, de modo a ter mais recursos livres para emprestar" (Ibid, p.143). Já na segunda forma,

os bancos procuram, através do lançamento de novos produtos e serviços, ou uma nova forma de oferecer um produto já existente - as chamadas inovações financeiras - adotar uma política mais agressiva de captação de fundos, buscando atrair novos recursos de modo a alavancar sua capacidade de atender a uma expansão na demanda por crédito. (Ibid, p.144).

Nesse sentido, na fase de expansão do ciclo econômico, com o objetivo de diminuir a necessidade de reservas e aumentar o volume de recursos de terceiros captados, torna-se imprescindíveis técnicas de administração de passivo e lançamento de inovações financeiras.

De Paula e Alves (2003, p.145) apresentam que na fase descendente, os bancos "cumprem um papel de amplificar o quadro de crise", visto que eles reagem à retração racionando o crédito, ou seja, retirando do agente a possibilidade de pagar suas dívidas. Isso porque, nesta fase, as expectativas são pessimistas e as instituições bancárias aumentam a sua preferência pela liquidez, passando a demandar ativos mais líquidos, como papéis do governo, além de diminuir os prazos para pagamento dos empréstimos.

Pode-se observar que com uma retração econômica os bancos tendem a ser mais conservadores, menos propensos à exposição ao risco devido a baixas expectativas, e, assim, com uma maior preferência pela liquidez. Neste caso, a expansão econômica fica restrita ao financiamento enquanto o quadro de expectativas pessimistas se mantém.

Dessa forma, Minsky acredita que o modo de financiamento dos bens de capital por parte das firmas, através das instituições bancárias, é o que explica o ciclo econômico. Carcanholo (2003, p.103), afirma ainda que "o financiamento do investimento, que é a variável que fornece a instabilidade à economia capitalista, torna-se o elemento teórico mais importante [do] trabalho [de Minsky]". Assim, com o desejo de expandir o investimento e os bancos oferecendo as mais variadas e facilitadas formas de pagamento dos empréstimos, as pessoas se tornam endividadas. "A instabilidade financeira está vinculada à importância relativa da renda, dos balanços financeiros e dos fluxos de caixa de portfólio no sistema econômico" (Minsky, 2013, p. 228)

A partir disso, a decisão de investir e com quais meios de financiamento o vai fazê-lo "definem o grau de vulnerabilidade da economia a mudanças adversas na conjuntura econômica" (De Paula e Alves, 2003, p.147). Nesse sentido, a fragilidade

da economia é estimada a partir de qual postura financeira predomina no estado econômico vigente: *hedge*, especulativa ou *ponzi*.

As instituições *hedge* são as consideradas conservadoras, ou seja, as que mantêm margens de segurança que garantem que os lucros serão superiores às despesas com juros e as amortizações. Pode-se dizer também que “o crucial na postura *hedge*, entretanto, não é que o agente não se endivide, mas apenas que ele possui condições de pagar a dívida, sem ter que recorrer a novos financiamentos” (Carcanholo, 2003, p.104), ou seja, este tipo de agente tem uma receita esperada suficiente para pagar o principal e os juros da dívida. Já as margens de segurança adotadas pelas instituições especulativas são menores que as da *hedge*. Essas instituições têm expectativas que os custos financeiros se elevarão, não permitindo o cumprimento dos seus compromissos inicialmente. Desse modo, esse tipo de agente precisará de um refinanciamento de parte da dívida, isto é, a receita esperada dele não será o suficiente para efetuar o pagamento do principal, mas apenas dos juros.

Nesse sentido,

“[...] uma unidade em situação *hedge* pode se tornar especulativa se houver uma queda na renda, e uma unidade em situação especulativa pode passar para *hedge* se houver um saldo da receita de caixa ou por uma dilatação do prazo de vencimento de suas dívidas”. (Minsky, 2013, p.232)

As unidades *Ponzi* são caracterizadas por um agravamento do que seriam as unidades especulativas. Essa postura já sabe de antemão que não terá condições de arcar com os compromissos. Seus lucros não são suficientes nem para pagar os juros. Esses agentes, assim como os especulativos, terão que recorrer aos bancos novamente a fim de renegociar a dívida ou contar com a possibilidade de alcançar um caixa a partir de alienação de ativos para evitar a falência. Por isso, diz Minsky (2013), “as unidades especulativas e *Ponzi* são vulneráveis a mudanças nas condições dos mercados financeiros” (p. 233)

Ao se utilizar de uma política monetária restritiva o governo deverá analisar se isso não trará instabilidade para a economia, visto que para isso se concretizar dependerá do grau de fragilidade econômica. Ou seja, uma economia onde há predominância das unidades *hedge* só será afetada através da redução nos gastos e nos lucros. Já em economias com predominância especulativa, um aumento dos juros não permitirá que os compromissos sejam cumpridos e poderá incorrer em crise financeira.

A situação ainda pode se agravar à medida que a taxa de juros se eleva, visto que, com isso há uma redução na demanda agregada e, conseqüentemente, nas receitas esperadas. Desse modo,

as unidades que são de início financeiramente '*hedge*' podem transformar-se em unidades financeiramente especulativas e até mesmo Ponzi à medida que suas receitas se deterioreem, e deste modo ampliam as perturbações iniciais (Minsky, 1992, p.26)

Nesse sentido, De Paula e Alves (2003, p. 149) afirmam que "o argumento pós-keynesiano é que o ciclo econômico influencia e é fortemente influenciado pela percepção de risco que os agentes econômicos formulam". Assim, por conta das condições de incerteza é necessária a determinação de margens de segurança, que, como já foi dito, nada mais é do que a diferença entre os lucros esperados e os pagamentos dos compromissos financeiros contratados. Para que um erro nas expectativas de lucro não torne inviável o pagamento de parte da dívida, as margens de segurança devem ser mantidas em elevação. Apesar disso,

não há elementos objetivos que permitam a obtenção de um par média-variância que possa assegurar que a estrutura financeira que serviu de base para a concessão de empréstimos será validada (Ibid, p.150).

Isso acontece devido a falta de dados necessários para a tomada de decisão de investimento.

Como não há informações suficientes ou relevantes sobre o presente, previsões futuras, apesar de não oferecerem segurança aos agentes, é no que eles podem se apoiar para tomar as decisões, ou seja, é preciso que esses agentes acreditem em suas previsões. Este estado de confiança depende, portanto, do otimismo ou pessimismo diante do incerto e do conhecimento que o agente tem sobre o mercado. Podemos concluir a partir disso que o passado está sendo determinante nas decisões sobre o futuro. Assim, os bancos tomam como base para decidir ceder ou não o crédito a um cliente o histórico desse indivíduo a fim de saber se ele é ou não um bom pagador. Além disso, as instituições bancárias levam em conta a opinião média do mercado, isto é, como os outros bancos estão se comportando diante do apresentado estado econômico.

Minsky (2013) afirma que diante de uma fase otimista da economia os investidores são estimulados, o que reduz a liquidez e aumenta as proporções de capital de terceiros em relação ao capital próprio nas instituições financeiras. Ao se

depararem com o sucesso, portanto, os agentes se apegam a crença de que as margens de segurança eram exageradas e as reduzem de acordo com que os acontecimentos positivos forem se dando. Por conta disso “tempos de tranquilidade e segurança são fases transitórias de passagem para a fragilidade financeira” (p. 246). Nesse sentido, De Paula e Alves (2003, p.152) ratificam esse pensamento minskyano quando dizem que "a própria demanda por financiamento por parte das firmas é uma função do estado de confiança nos negócios". Isto pode ser explicado pelo *animal spirits* empresarial.

O sucesso enfraquece a prudência; a falta de dificuldades financeiras mais sérias, durante longo período, leva ao desenvolvimento de uma economia eufórica na qual a sustentação de posições em ativos de longo prazo, mediante financiamento de curto prazo, torna-se parte do estilo normal de vida. (Minsky, 2013, p. 239)

A forma como o presente tem influência sobre o estado de confiança dos tomadores e dos bancos em relação ao lucro esperado dos projetos que define o ciclo econômico para os autores. Assim, para Minsky, o ciclo econômico se dá pelas mudanças no estado de expectativas dos agentes. *Ou seja,*

As posturas financeiras são utilizadas por Minsky para explicar o ciclo econômico. Para Minsky, este ciclo é financeiro, no sentido de que a fragilidade financeira, que é endógena à economia capitalista, é o que define o caráter cíclico dessa (Carcanholo, 2003, p.106).

Em uma economia recém-saída da crise, o que se observa ao olhar o passado são firmas endividadas decretando falências. Com empresas e bancos inadimplentes, mais endividamentos tornam-se inviáveis devido ao risco, visto que o pessimismo está imperando. Assim, pode-se dizer que nesse momento o processo de declínio cumulativo da economia já se esgotou e as unidades especulativa e *ponzi* já faliram. As unidades hedge e os bancos que tiveram oportunidades para sobreviver as abraçaram. Esses bancos, neste estado de “limite último da depressão”,

apresentam uma liquidez razoavelmente alta e possuem uma preferência pela liquidez também elevada. Os reflexos dessa situação para o lado real da economia são o baixo grau de utilização da capacidade produtiva e as altas taxas de desemprego (Carcanholo, 2003, p.106)

Em contrapartida, ao se iniciar um crescimento na economia, os lucros também se elevarão, o que demandará mais investimentos. Diante de um quadro mais favorável de inadimplências, os bancos verão um melhor estado econômico para concessão de crédito. Portanto, fase expansionista da economia significa maiores níveis de

investimento em relação de empresas e menores níveis de preferência pela liquidez por parte dos bancos. Isso porque “a fase de recuperação é iniciada a partir da reversão das expectativas” (Ibid, p.106). Mais investimentos aumentam os lucros tornando possível o pagamento correto das dívidas. Além disso, quanto maior o número de empréstimos mais se pode investir, elevando, assim, os lucros. Dessa forma, a confiança no sucesso dos projetos se torna maior. "Nesse contexto de crescimento, os bancos que obtêm lucros são aqueles que mais emprestam" (De Paula e Alves, 2003, p. 154). No entanto, esse efeito pode ser traiçoeiro uma vez que aumenta sua exposição ao risco de crédito.

No caso das empresas, os lucros reais se tornam maiores que os esperados, gerando um ciclo de novos investimentos e valorização do patrimônio líquido dessas empresas. Nesse sentido, as margens de segurança se revelam excessivas e não há mais preocupação com o risco, apenas com o aumento da produção.

O resultado desses processos é o aumento da confiança que viria a gerar uma alteração das margens de segurança também bancária. Essa alteração, diz De Paula e Alves (2003, p. 155), é realizada baseada "apenas em suas crenças". Bancos e empresas passam a ter vínculos cada vez mais estreitos devido ao aumento excessivo nos financiamentos de projetos. Neste caso, "qualquer ruptura em uma dessas condições pode provocar um colapso financeiro, que será tanto maior quanto mais avançada for a erosão das margens de segurança" (Ibid, p.155).

Analisando a fragilidade financeira de uma economia com predominância de unidade especulativa e ponzi, percebe-se que é elevada, visto que por conta de margens de segurança muito pequenas, qualquer mudança repentina nesta economia pode acarretar uma crise. Nesse sentido, menores margens de segurança significam menor tolerância a choques para Minsky.

Portanto, enquanto que, na etapa de crescimento, os bancos têm um papel fundamental no ciclo de potencializar a acumulação de capital, ao conceder crédito que permite o sancionamento das decisões de gasto dos agentes, na crise os bancos, ao contraírem sua oferta de crédito e impossibilitarem a rolagem da dívida, atuam como amplificadores da crise".(Ibid, p.157)

Carcanholo(2003, p.108), neste contexto, ainda afirma que “é a capacidade especial de fornecer crédito que dá aos bancos a especificidade de criar as condições financeiras para as reversões cíclicas, embora eles não tenham essa percepção”. No

entanto, o acarretamento de uma depressão, recessão ou crise econômicas dependerão de alguns aspectos: do estado de liquidez da economia, do tamanho do setor governamental e do ativismo de banco central. “Portanto, o resultado dependerá das características estruturais da economia e da política econômica” (Minsky, 2013, p.247), visto que intervenções governamentais por meio de déficits fiscais e expansões de moeda e crédito impedem que as crises alcancem um grau de possível derrocada dos níveis de renda, emprego e lucros.

Entretanto, apesar dos bancos e do governo serem importantes agentes no regimento da economia e, dentro disso, no combate às crises, a fragilidade é um estado inevitável, ou seja, não existe a possibilidade de um dia se alcançar um estado econômico perfeito e ele permanecer assim para sempre. O próprio Minsky elimina qualquer esperança nesse sentido: “a instabilidade, colocada em repouso, por um conjunto de reformas, irá certamente emergir depois de algum tempo e com outra indumentária” (Ibid, p. 378)

Diante de tudo o que foi apresentado, pode-se afirmar que Minsky vai além da abordagem de Keynes na obra analisada (1983) ao acrescentar a instabilidade financeira como resultado normal do sistema capitalista moderno e, a partir disso, agregar o papel do crédito e as posturas financeiras na discussão sobre ciclos econômicos.

3. A CRISE DE 2008

Se quisermos que o mercado financeiro funcione adequadamente, devemos criar condições para reduzir as incertezas inerentes aos ciclos de negócios, de modo a fazer com que as expectativas que norteiam os investimentos reflitam uma visão de progresso com tranquilidade (Minsky, 2013, p.7)

Um ponto essencial da teoria minskyana é a Hipótese da Instabilidade Financeira, que diz que “longos períodos de estabilidade macroeconômica empurram o sistema em direção à fragilidade financeira” (Favero, 2013, p.13). Isto é, um momento de extremo otimismo de uma economia estável cria condições para uma fragilização econômica, visto que os agentes em situações de expansão econômica (baixa incerteza) tendem a se colocar em posições de risco. Assim, o momento de estabilidade induz os agentes a reduzirem suas margens de segurança e a adotarem esquemas de financiamento cada vez mais especulativos, o que diante de uma oferta inelástica de empréstimos por parte dos bancos causará uma elevação da taxa de juros. Por conseguinte, isso gerará um aumento da proporção de unidades especulativas e Ponzi na economia.

Diante disso, Minsky segue o caminho trilhado por Keynes ao reafirmar a ideia de que o Estado deve intervir ativamente na economia a fim de “minimizar os efeitos nocivos causados pela instabilidade endógena do sistema” (Ibid, p.21). Dessa forma, essa endogeneidade defendida por Minsky se caracterizava pelo papel dos bancos de criar moeda e, a partir disso, ofertar crédito. “Assim, a oferta de moeda é determinada endogenamente como reflexo das antecipações de lucro das empresas e das expectativas dos banqueiros em relação às condições de negócios” (Minsky, 2013, p.129). É diante da função bancária tão fundamental de criar moeda que se dão as depressões e os auge econômicos.

3.1. Contextualização do Período de Crise

A partir da difusão de grandes tecnologias na área da informática e de telecomunicações um choque econômico ocorrido em um país se alastra para o resto do mundo a uma velocidade mais intensa do que acontecia anteriormente. A propagação de novos conhecimentos proporcionou uma maior circulação de capitais

financeiros e formou o que se chamou de globalização financeira, ou seja, as situações, críticas ou promissoras, passam a se alastrar de forma bem mais ágil. Assim, esses avanços tecnológicos propiciaram uma exposição maior dos ativos, impossibilitando a regulação do mercado financeiro doméstico por parte dos governos devido à complexidade em que se tornou. Ser complexo, no entanto, fez o mercado estar mais propenso à especulação, o que pode acarretar numa migração dos agentes hedge para as posturas especulativa e Ponzi. (Favero, 2013)

A globalização financeira tem por fundamento a crescente importância das finanças de mercado traduzida na desregulamentação ou liberalização dos sistemas financeiros. Essa financeirização da economia possibilitou a geração dos lucros fora da área produtiva, elevando a pressão por parte dos acionistas que esses lucros sejam de curto prazo, o que aumentou a propensão a riscos, já que tudo precisou ser apressado. Logo, essa segunda novidade aumenta a competitividade e também torna a economia mais frágil. (Ibid, 2013)

3.2. As Causas da Crise

A financeirização da economia citada na seção anterior ocorreu nos Estados Unidos num contexto macroeconômico de estabilidade, com baixas taxas de inflação e liquidez abundante. Desse modo, segundo Favero (2013), ao se depararem com um momento economicamente estável, os agentes desejaram arriscar mais a fim de ganhar mais dinheiro através de outros métodos, o que os levaram a explorar novos mercados e criar novos instrumentos financeiros. Nos conceitos keynesianos: os agentes reduziram suas incertezas e, conseqüentemente, suas PPL's por motivo transacional e precaucional. Instaurou-se, portanto, a crise de 2008, caracterizada pela excessiva especulação de ativos de alto risco financiados por empréstimos bancários.

Um mercado em potencial a ser explorado nos Estados Unidos era o mercado imobiliário, definido até então como maduro e de lento crescimento, ou seja, um típico arranjo financeiro hedge. As transações para a compra dos imóveis eram feitas através de empréstimos bancários, em que as próprias residências eram dadas como garantia pelos próprios compradores. Para que não tenha que arcar com custos

transacionais e de manutenção da apreensão do imóvel por inadimplência, os bancos pesquisavam a vida dos tomadores, analisando, assim, se realmente há possibilidade de ele arcar com os compromissos. O imóvel só é tomado, portanto, no último caso, quando não há mais chance de renegociação.

No entanto, como os empréstimos habitacionais não proporcionavam lucros elevados de curto prazo devido à demora de décadas para a quitação integral do imóvel, as instituições financeiras tomaram uma decisão ainda mais arriscada: abrir seus cofres para cessão de créditos habitacionais para compradores que não se enquadravam nos requisitos necessários para a tomada de empréstimos. Nesse sentido, houve a necessidade de dividir o mercado imobiliário em clientes *prime*, isto é, aqueles que têm histórico de bons pagadores e que, por conta disso, contratam financiamentos com taxas de juros mais baixas; e os clientes *subprime*, que são aqueles que apresentam um risco maior de inadimplência e, portanto, são submetidos a taxas de juros mais elevadas.(Favero, 2013)

Para inserir esses clientes *subprime* foi necessário elaborar métodos para que os bancos não sofressem inadimplências. Para isso, primeiramente foram formulados modelos estatísticos com base no passado, o que não foi eficiente, já que considerava que, se o passado se deu economicamente favorável, continuará assim. Dessa forma, como os bancos sabiam que estavam se expondo a riscos cada vez maiores, decidiram por repassar esses riscos a terceiros através da securitização, o que lhes proporciona garantia de lucros independentes da qualidade dos financiamentos, já que securitizar significa transformar dívidas em títulos negociáveis no mercado de capitais. Logo, as instituições bancárias passam a buscar apenas a quantidade deixando a preocupação com a inadimplência de lado.

A única medida preventiva aplicada aos clientes *subprime* foi uma taxa de juros mais elevada, apesar dessa taxa começar baixa e se elevar apenas no decorrer dos anos. Diante disso, esses agentes puderam, no futuro, renegociar a dívida e ainda lucrar com a diferença entre o novo e o antigo empréstimo, já que este mercado estava em uma trajetória de altas sucessivas e o valor do imóvel, portanto, teria se elevado. “Dessa forma, quanto mais pessoas comprassem imóveis, mais os preços subiriam, permitindo a manutenção e entrada de novos clientes *subprime* no mercado e assim sucessivamente” (Ibid, p.31). Como conseqüência, em 2000 ocorre uma forte elevação dos preços dos imóveis estadunidenses relacionada a um grande volume de

empréstimos com alto grau de fragilidade. Pode-se dizer, portanto, que o estopim da crise se deu com o colapso da bolha especulativa imobiliária nos Estados Unidos, o que foi agravado pela enorme expansão do crédito bancário. Isso ocorreu pela liberdade concedida pela autoridade monetária ao setor financeiro. (Ibid, 2013)

3.3. O “Momento Minsky”

Segundo Minsky(2013), o financiamento é o óleo que mantém e impulsiona a engrenagem do sistema, visto que é ele que garante o investimento que, em contrapartida, garantem os lucros. A eficiência sistêmica, desse modo, precisa dos investimentos e, este, por sua vez, em sua maioria, do financiamento. No entanto, é exatamente esse financiamento da atividade econômica que leva à instabilidade. Isso porque ele desloca a incerteza ligando o passado ao futuro, isto é, os bancos emprestam recursos a uma firma analisando os lucros presentes e passados para formar uma expectativa de lucros futuros, o que pode não se realizar. Nesse sentido,

“como a postura dos agentes em relação aos níveis e endividamento a serem adotados acaba sendo determinada, em grande medida, por uma expectativa que se constrói tendo por base a situação presente, há uma tendência de que ocorra um excesso de otimismo em momentos de prosperidade, sendo o inverso verdadeiro” (Favero, 2013, p.14).

Pode-se dizer que é corroborada a Hipótese da Instabilidade Financeira, já que ela afirma que a estabilidade leva a fragilidade a partir da exposição a maiores riscos (tendência dos momentos de expansão econômica).

A partir desse referencial teórico, pode-se analisar uma relação do colapso da bolha especulativa imobiliária nos Estados Unidos com a teoria minskyana. Primeiramente, os clientes ou instituições chamadas “subprime” pode ser renomeada, dentro da teoria de Minsky, como especulativos, o que num grau de especulação ainda maior se tornam Ponzi. Em contrapartida, portanto, os agentes “prime”, são intitulados em Hedge.

Dessa forma, na fase de “explosão” da bolha, a economia já não está há algum tempo em sua melhor condição dentro do ciclo econômico. No entanto, é somente quando há a percepção de que o ciclo se inverteu e não há mais trilha para cima (mas apenas para baixo), que se dá o que se chamou pelos estudiosos de “momento

Minsky”. É nesse estado da economia que as expectativas se invertem e os agentes de conservam mais elevando suas PPL's por motivo transação e precaução e desejando ativos com menor risco (mais líquidos).

Foi em meados de 2006 que o mercado imobiliário dos Estados Unidos começou a ver os imóveis desvalorizarem e os clientes *subprime*, em sérias dificuldades de arcar com os compromissos. Isso porque o mercado desaqueceu diante das baixas expectativas. Os preços dos imóveis, entretanto, tiveram duas causas para reduzirem: o desempenho menos favorável reduziu a demanda e o aumento dos juros que afetou as hipotecas *subprime* a serem reajustadas (Favero, 2013). O desaquecimento da economia gerou, desse modo, uma generalizada inadimplência, que, em conjunto com a securitização que espalhou o risco para os outros setores da economia, contagiou negativamente a economia.

No “Momento Minsky” da crise financeira de 2007, todas as instituições financeiras iniciaram uma revisão dos seus investimentos em relação às hipotecas *subprime* e se preveniram ainda mais contra novos investimentos.

Levando em consideração que

os bancos quebram quando o dinheiro que lhes é devido não entra, porque os preços dos ativos que eles colocaram à venda, para captar recursos, caíram ou porque eles não conseguem vender mais ativos (Minsky, 2013, p.129),

foi em setembro de 2008 que a crise realmente eclodiu. A marcação desse episódio, segundo Oreiro (2011), se deu na falência do banco de investimento Lehman Brothers, que foi praticamente ignorado pelo *Federal Reserve*, visto que o banco central americano se recusou prestar socorro. Diante dessa recusa, todo o sistema se apossou de uma desconfiança em relação à ajuda governamental em casos de necessidade e, assim, um único passo em falso do Fed gerou pânico na população em geral, mas principalmente nas instituições financeiras, que diante do pesar, aumentou sua preferência pela liquidez. “Ocorreu então uma verdadeira corrida, protagonizada por grandes bancos de investimento e seguradoras, para se livrar dos agora ativos ‘tóxicos’ e limpar suas carteiras”(Favero, 2013, p.36), o que desembocou num processo de venda de ativos financeiros em grande escala, o que Minsky chamou de “deflação de ativos”, que consiste na “queda súbita e violenta dos preços dos ativos e contração do crédito bancário para transações comerciais e industriais” (Oreiro,

2011, p.16). Gerou-se, portanto, uma rápida e profunda redução da produção e do comércio internacional em escala global.

Como resposta à crise, os países desenvolvidos implementaram políticas fiscal e monetária expansionista. O *Federal Reserve* reduziu a zero a taxa de juros de curto prazo e elevou aproximadamente 300% o seu balanço através da compra de ativos com o intuito gerar liquidez para os mercados financeiros americanos. O Banco Central Europeu (BCE) e o Banco do Japão adotaram semelhantes medidas. Além disso, para estimular a demanda agregada os Estados Unidos aprovou uma expansão fiscal de 800 bilhões. Nesse sentido, na zona do euro, os governos aumentaram seus déficits fiscais e foram “seguidos” pelos países em desenvolvimentos e o Reino Unido (Oreiro, 2011).

Oreiro (2011, p.16) afirma ainda, em seu trabalho, que,

apesar da forte queda da produção industrial e do PIB, tanto nos países desenvolvidos como nos países em desenvolvimento, a severidade da crise de 2008 ficou muito aquém dos resultados catastróficos verificados na década de 1930.

Pode-se dizer também que os países em desenvolvimento apresentaram um desempenho econômico bem mais significativo dos que países desenvolvidos no final da primeira década de século XXI, visto que, em 2009, a economia americana pôde apresentar sinais positivos de recuperação: a França, a Alemanha e o Reino Unido saíram da recessão técnica; a China e a Índia, como exemplo de países em desenvolvimento, ostentaram, respectivamente, um crescimento econômico de 8,5% e 5,4%, em 2009. No caso brasileiro, a performance no âmbito econômico foi tão boa quanto a chinesa e a indiana tendo apresentado uma queda de 0,7% no PIB no mesmo período retratado anteriormente, mas já sendo recuperada ao ano seguinte. Desse forma, apenas a Rússia, dos Brics, obteve uma forte queda no seu nível de atividade econômica.

Considerando que “em uma economia desregulada os agentes tendem a adotar comportamentos mais arriscados que torna a estrutura financeira mais vulnerável a reversões de momentos de dinamismo econômico” (Weiss e Sampaio 2013, p.15), pode ser dito que a crise de 2008 foi conseqüência de uma regulação financeira inadequada em conjunto com uma frouxa política monetária conduzida pelo Banco Central. No entanto, diz Oreiro(2011), uma mudança na regulação e uma redefinição do regime de metas de inflação com o propósito de promover a estabilidade do preço

dos ativos, “seria suficiente para evitar uma nova crise financeira no futuro” (2011, p.16).

CONCLUSÕES

A recente crise financeira global colocou em pauta diversas questões acerca do papel do crédito nos ciclos econômicos. Foi possível, a partir da análise do período, explorar as características da crise de 2008 a fim de mensurar o grau de importância dos recursos creditícios para ela viesse a eclodir

Estudar este momento fatídico em que a bolha imobiliária especulativa norte americana explodiu, teve o objetivo Central de avaliar, através de fatos reais, que a teoria minskyana é compatível com a realidade.

Essa dita "teoria minskyana" se desenvolveu pautada nos conceitos da "Hipótese da Instabilidade Financeira", de margens de segurança e de posturas financeiras. O primeiro ponto considera que momentos sucessivos de estabilidade financeira acabam por levar à instabilidade, visto que os agentes "exalam" expectativas superotimistas, os que os fazem reduzir suas PPL's por motivo transação ou precaução e assumir compromissos mais arriscados mesmo diante de grandes incertezas. Caso essas expectativas não se confirmem, deflagra-se um tempo de instabilidade.

As margens de segurança são caracterizadas pela relação dos lucros esperados pela empresa tomadora do empréstimo e os compromissos contratados. A diferença entre o lucro esperado e o que deverá ser pago é a margem de segurança para o credor e o tomador do empréstimo. Este conceito se relaciona diretamente com o de posturas financeiras.

Minsky identificou na economia três posturas: hedge, especulativa e Ponzi, sendo a primeira a menos especulativa e a Ponzi, a mais, estando, portanto, a segunda num grau mediano em relação às outras duas. Este grau de especulação varia negativamente com as margens de segurança. Dentro desses conceitos minskyanos é explícita a colaboração das teorias de Keynes. É possível perceber a expectativa e a incerteza embutidas em cada um deles. Considerando a afirmação keynesiana de que é diante de incertezas não mensuráveis que os agentes formam expectativas e que é a partir delas que eles determinam o grau de suas PPL's por motivo transação e precaução (expectativas variam negativamente com a PPL), analisa-se que a teoria minskyana deve muito à Keynes. Não é a toa que existe um capítulo nessa monografia dedicado às suas ideias.

Nesse sentido, ao examinar as características da crise de 2008 foi possível identificar as expectativas otimistas dos agentes, o que os levou a investir em títulos mais arriscados. Além disso, houve a separação entre clientes *prime* (que poderiam ser chamados hedge) e os *subprime* (especulativas ou Ponzi), sendo o primeiro tipo considerado bom pagador e o segundo, risco de inadimplência.

Diante dos riscos a que se submeteram e ao se depararem com a inversão do ciclo, os agentes tornam suas expectativas pessimistas. Como consequência, elevam suas PPL's e almejam ativos mais líquidos (ou, de menores riscos). Assim, com o desempenho menos favorável (redução dá demanda) e os aumento dos juros das hipotecas de maior risco, o preço dos imóveis se reduziu, gerando um desaquecimento da economia, uma inadimplência generalizadas e, portanto, a explosão da bolha especulativa. Isso significa eclosão da crise.

É visível, desse modo, a relação da visão minskyana com a crise norte-americana que se alastrou por todo o mundo. Mas, além disso, é possível dar validade à hipótese central de que Minsky evoluiu na questão do ciclo ao investigar o comportamento dos agentes nos ciclos de crescimento e o modo como é feito o financiamento.

No entanto, ao analisar a retomada do crescimento, o presente trabalho não tratou o assunto de forma aprofundada, o que abre espaço para novas pesquisas e estudos com foco na expansão econômica. O que é abordado acerca desse tema é que com uma regulação financeira adequada caminhando lado a lado com um regime de metas de inflação eficiente, uma economia com um perfil de crise compatível com as características minskyanas apresentadas inverte seu ciclo para a direção da expansão eficazmente.

4. REFERÊNCIAS

BUSATO, M. I. (2006). **Uma discussão teórica sobre flutuação econômica e tendência ao pleno emprego: vertente tradicional versus uma alternativa (pós) Keynesiana.**

BRESSER-PEREIRA, L. C. (2009) **A Crise e recuperação da confiança.** In: A crise financeira de 2008. Revista de Economia Política. v. 29, n. 1 (113), p. 133-149, jan.-mar. 2009.

CARCANHOLO, M. D. (2003) **Papel e especificidade dos bancos na obra de Minsky: uma iniciativa de resposta à crítica de Dymski.** Pesquisa e Debate. Vol. 14, nº 1 (23), p. 91-115. São Paulo: Educ.

CARVALHO, D. F. (2010) **A crise financeira dos EUA e suas prováveis repercussões na economia global e na América Latina: uma abordagem pós-minskyana.** In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 3., 2010, São Paulo. Anais... São Paulo: Fundação Getulio Vargas.

FAVERO, M.P. (2013) **O papel contracíclico dos bancos públicos federais após a eclosão da crise financeira de 2008: uma análise a partir de Minsky.** 2013. 54 f. Tese (Graduação em Economia). Faculdade de Economia da UFRGS. Porto Alegre, 2013.

KEYNES, J. M. **A teoria do emprego, do juro e da moeda; inflação e deflação.** São Paulo: Abril Cultural, 1983. 329 p. (Série Os Economistas).

MINSKY, H. P.(2013) **Estabilizando uma Economia Instável,** 1 ed. São Paulo: Novo Século. 448 p.

_____.(1992) **Financiamento e lucros.** Cadernos da Ange n.2. Rio de Janeiro: Ange.

DE PAULA, L.F.R. (1998) **Comportamento dos bancos, posturas financeiras e oferta de crédito: de Keynes a Minsky.** Revista Análise Econômica, 16(29), março.

_____.(1999b) **Teoria da firma bancária**. In: Lima, G.T., Sicsú, J e Paula L.F.R. (orgs). **Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea**. Rio de Janeiro. Ed. Campus.

DE PAULA, L.F.R. ; ALVES JR., A. J.(2003). **Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança do ciclo minskiano**. Revista Análise Econômica, 21(39): 137-162

OREIRO, J.L. (2001). **Bolhas, incerteza e fragilidade financeira: uma abordagem pós-keynesiana**. Revista de Economia Contemporânea, 5 (2): 7-45, jul./dez.

_____. **Economia Pós-Keynesiana: Origem, Programa de Pesquisa, Questões Resolvidas e Desenvolvimentos Futuros**. Ensaios FEE (Impresso), v. 32, p. 283-312, 2011.

_____. **Origem, causas e impacto da crise**. Disponível em: <http://www.akb.org.br/upload/100920122219527446_08.%2013-09-2011.pdf>.

Acesso em 18 de novembro de 2015.

SICSÚ, J. **Keynes e os Novos-Keynesianos**. Revista de Economia Política, vol. 19, nº 2 (74), abril-junho, 1999.

WEISS, M. A. ; SAMPAIO, A.V. **Uma avaliação das causas, propostas e perspectivas de recuperação da crise financeira internacional**. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 2013, Vitória. 24p.