

CRISES FINANCEIRAS: A PERSPECTIVA *MAINSTREAM* E A PÓS-KEYNESIANA

João Vicente Novaes Camargo Manna
Mestrando em Economia do Desenvolvimento do Programa de Pós-Graduação em Economia,
Universidade Federal do Rio Grande do Sul
Rio Grande do Sul, RS, Brasil.
joao.manna@ufrgs.br

Resumo – O debate econômico apresenta uma série de abordagens distintas ao tratar dos mais diversos temas, fazendo com que o exercício de comparação entre diferentes interpretações de um mesmo fenômeno seja inevitável e, ao mesmo tempo, importante para uma melhor compreensão da teoria econômica em suas várias vertentes. Ao tratarmos do fenômeno das crises financeiras – o qual atualmente é de fundamental importância, devido aos graves efeitos negativos que pode desencadear em uma economia globalizada e altamente financeirizada –, podemos encontrar essa pluralidade de visões e o presente trabalho pretende comparar duas delas, buscando apresentá-las e, principalmente, destacar em que se diferenciam. Dessa forma, o artigo realiza uma comparação teórica entre a visão *mainstream* dos ciclos reais de negócios e a visão pós-keynesiana da hipótese da fragilidade financeira.

Palavras-chave: Minsky; hipótese de fragilidade financeira; ciclos reais de negócios; crises financeiras.

FINANCIAL CRISES: THE MAINSTREAM AND POST-KAYNESIN PERSPECTIVE

Abstract –The economic debate presents a series of different approaches when dealing with the most diverse subjects, making the exercise of comparison between different interpretations of the same phenomenon inevitable and at the same time, important for a better understanding of economic theory in its various aspects. When we deal with the phenomenon of financial crises which is currently of fundamental importance, due to the serious negative effects that can occur in a globalized and highly financialized economy – we can find this plurality of visions and the present work intends to compare two of them presenting them and, in particular, highlighting where they differ. Thus, the article makes a theoretical comparison between the mainstream view of real business cycles and the post Keynesian view of the financial fragility hypothesis.

Keywords: Minsky; financial fragility hypothesis; real business cycles; financial crises.

INTRODUÇÃO

No contexto econômico atual, sobretudo após a crise de 2008, diversos debates e trabalhos passaram a considerar fortemente ou discutir especificamente o papel do mercado financeiro nas economias e como este tem se desenvolvido ao longo dos últimos anos. Em um ambiente econômico globalizado e altamente financeirizado, estudar o comportamento financeiro da economia torna-se fundamental, uma vez que este é um mercado capaz de suscitar graves crises econômicas em episódios de caos financeiro. Dada a importância que a instabilidade financeira tem sobre o funcionamento econômico, analisar esse processo especificamente, com a ocorrência de variações econômicas cíclicas ligadas a ele, é de grande relevância.

Entretanto, como vários temas do debate econômico, não há um consenso sobre as causas, consequências e maneiras de lidar com o processo de instabilidade financeira. Sendo estudado por diferentes vertentes teóricas, o fenômeno das crises financeiras possui diferentes

interpretações, apoiadas em arcabouços teóricos distintos. Baseado nisso, o trabalho desenvolvido busca fazer uma comparação entre duas visões sobre as crises financeiras, uma do *mainstream* econômico e uma da economia heterodoxa. Na visão *mainstream*, utilizaremos os autores de pensamento econômico de cunho mais ortodoxo, que podem ser divididos em diferentes grupos – como os novos-clássicos e os novos-keynesianos, por exemplo –, mas que possuem em comum uma forte influência da tradição neoclássica. Na visão heterodoxa, será focada a interpretação pós-keynesiana do fenômeno das crises, fortemente desenvolvida por Minsky, com a hipótese de fragilidade financeira.

Para analisar o mesmo fenômeno por esses dois lados diferentes, mostrando de forma consistente qual é a base teórica em que cada interpretação se desenvolve, é necessário partir não apenas da teoria específica que cada vertente (*mainstream* e pós-keynesiana) elabora para explicar como se desenvolve a instabilidade financeira e as crises por ela desencadeadas. Faz-se importante também analisar os axiomas a que cada teoria está sujeita, os pressupostos nos quais cada linha teórica se apoia para desenvolver uma teoria que explique as variações ocorridas na esfera financeira e, de maneira geral, na economia como um todo. Tratar sobre questões como fluxo circular da renda, Lei de Say, neutralidade da moeda (apresentado uma ortodoxia e uma heterodoxia monetária), expectativas racionais e incerteza, são de suma importância para compreender adequadamente como se desenvolve a teoria pela visão *mainstream* e pela pós-keynesiana.

Dessa maneira, o trabalho busca expor e analisar as diferenças dos pressupostos assumidos na base teórica utilizada pelo *mainstream* e pelo pensamento pós-keynesiano e das teorias desenvolvidas por cada uma dessas vertentes para explicar o fenômeno das crises financeiras. O artigo se organiza em três seções além desta seção introdutória. A seção 2 apresenta o arcabouço teórico dos ciclos reais de negócios e os pressupostos difundidos no *mainstream* econômico. Na seção 3, apresenta-se a hipótese da fragilidade financeira e os pressupostos assumidos no pensamento pós-keynesiano. Por fim, tem-se uma última seção de considerações finais.

A LITERATURA *MAINSTREAM*

OS CICLOS REAIS

Uma vez que a teoria econômica que compõe o *mainstream* atual conta com autores que possuem forte influência da tradição neoclássica, estes compartilham de algumas características em comum (que serão melhor analisadas na próxima seção. Dentre as hipóteses aceitas por estes, estão: a Lei de Say, a neutralidade da moeda (ao menos no longo prazo), a Teoria Quantitativa da moeda, o fluxo circular da renda e as expectativas racionais. Sob estes pressupostos, com uma análise econômica que utiliza um aparato estático de análise, onde as forças de mercado são capazes de realizar os ajustes econômicos necessários ao funcionamento

da economia, as crises financeiras são explicadas, em geral, pela ocorrência de ciclos econômicos. De acordo com a lógica dos ciclos reais, os mercados tendem a estarem em equilíbrio, porém, por vezes podem ser afetados por alguma espécie de choque, saindo dessa posição de equilíbrio que depois, porém, é retomada pela interação das forças de mercado.

A teoria dos ciclos se desenvolve sob a perspectiva de que o equilíbrio entre oferta e demanda de diferentes mercados pode sofrer perturbações provocadas por choques exógenos (DORNBUSCH et al., 2013). Isso implica em aceitar que a ocorrência de crises financeiras (ou crises econômicas de maneira geral) não se trata de algo natural ao processo econômico. As crises econômicas seriam uma anomalia que ocorre por vezes ao longo do funcionamento de uma economia – talvez podendo corresponder a uma espécie de exceção à regra de equilíbrio entre oferta e demanda, um momento excepcional em que a Lei de Say não se verifica. Vale lembrar aqui algo importante na teoria dos ciclos reais de negócios: essa é uma teoria que busca analisar alterações no nível de equilíbrio das variáveis reais da economia (como emprego e renda, por exemplo). Dado o método de análise de equilíbrios estáticos presente na vertente teórica ortodoxa, deve-se destacar que a teoria dos ciclos reais de negócios tenta analisar como choques exógenos se propagam e alteram os níveis de equilíbrio de mercado de uma economia, sendo sempre uma análise a respeito dos diferentes equilíbrios gerados pelos movimentos de mercado e não da trajetória percorrida entre estes equilíbrios – uma vez que a questão de *path-dependence* não faz parte do núcleo da teoria macro econômica *mainstream*, apesar de por vezes ser incluída em alguns modelos macroeconômicos ortodoxos, visando corroborar com evidências empíricas encontradas (DATHEIN, 2005).

Aqui é importante frisar um ponto que é marcante na teoria macroeconômica de cunho ortodoxo, uma vez que os economistas dos ciclos reais, ao desenvolverem sua teoria e seus modelos, incluem situações de alterações no equilíbrio econômico por meio da incorporação de choques exógenos – choques estes que podem ser aspectos domésticos da economia de um país ou de algum aspecto externo, como afirma Blanchard (2011) – fica clara uma forte característica do *mainstream* da macroeconomia: o interesse sobre as crises está em explicar o seu mecanismo de propagação e não a origem dos choques que levam a mudanças nos níveis de equilíbrio de variáveis econômicas reais. Como pode-se perceber em Dornbusch et al. (2013), há um foco em analisar como funcionam os mecanismos de propagação presentes no que o autor denomina “ciclos econômicos de equilíbrio” em detrimento das perturbações que iniciam o processo de ciclos econômicos e como essas perturbações são geradas.

Um exemplo de perturbação importante ressaltada pelos teóricos dos ciclos econômicos de equilíbrio são os choques de produtividade (ou choques de oferta) e os choques nos gastos governamentais, capazes de alterar o nível de variáveis reais como o produto. A respeito dos mecanismos de propagação dos ciclos econômicos, podemos defini-los como o movimento

causado por eventos ou perturbações que alteram os níveis de equilíbrio do produto e do emprego em mercados individuais e na economia de maneira geral. Quanto a um mecanismo de transmissão, podemos citar a substituição intertemporal do lazer. Esse mecanismo implica em dizer que, os indivíduos podem substituir lazer por trabalho ou vice-versa de maneira intertemporal no caso de variações temporárias no salário (DORNBUSCH et al., 2013). A seguinte passagem exemplifica a substituição intertemporal do lazer dos trabalhadores:

Suponha que, em um período de dois anos, eles planejam trabalhar 4 mil horas ao salário vigente (50 semanas por ano em 40 horas por semana). Se os salários são iguais nos dois anos, eles trabalhariam 2 mil horas em cada ano. Porém, se os salários fossem apenas 2% maiores em um ano do que em outro, eles prefeririam trabalhar, por exemplo, 2.200 horas em um ano, renunciando a férias e fazendo horas extras, e 1.800 horas em outro ano. Ao substituir entre os anos, eles trabalhariam a mesma quantidade total de horas, entretanto, ganhariam uma renda total maior (DORNBUSCH et al., 2013, p.551).

Feita essa exposição a respeito da teoria dos ciclos reais de negócios, cabe aqui resgatar o trabalho de Fisher (1933) a respeito de sua teoria de *debt-deflation* de grandes depressões. Segundo o autor, a teoria dos ciclos reais seria apenas uma parte necessária ao estudo dos casos de desequilíbrio econômico. Fisher (1933) afirma que não existe um ciclo enquanto fato ou evento histórico, mas que existem vários ciclos – de longo e curto prazo, em maiores ou menores magnitudes –, que assim como várias tendências não cíclicas, são também denominados como tendências. Sendo assim, qualquer evento histórico seria fruto de todas as tendências operando em conjunto. As diversas tendências operando para o desequilíbrio econômico poderiam ser classificadas em três grupos: (i) crescimento ou tendências direcionadas, que seriam tendências estáveis; (ii) distúrbios aleatórios, que se tratariam de tendências de comportamento instável; e (iii) tendências cíclicas, que seriam instáveis, porém constantemente repetidas.

De acordo com Fisher (1933), há dois tipos de tendências cíclicas: forçadas (ou impostas) e livres. Tendências cíclicas forçadas seriam impostas ao mecanismo econômico exogenamente, já as tendências livres seriam autogeradas. Ao buscar expor diferentes tipos de tendências o autor vai um pouco além da discussão que é comumente feita nos manuais de macroeconomia, que em geral colocam as perturbações contidas nos ciclos reais de negócios como choques gerados de maneira exógena. Também se chama a atenção para o fato da teoria econômica ortodoxa, geralmente, tentar assumir que todas (ou quase todas) as variáveis econômicas tendem a um equilíbrio estável, enquanto esse equilíbrio dificilmente é alcançado e nunca é mantido por muito tempo. As variáveis econômicas estariam, muito frequentemente, abaixo ou acima do ponto ideal de equilíbrio. Com isso, Fisher (1933) amplia um pouco o leque analítico além do que é frequentemente utilizado na teoria dos ciclos reais de negócios atualmente, desenvolvendo uma teoria para explicar as grandes depressões que converge com a teoria dos ciclos reais em alguns pontos e diverge em outros.

OS PRESSUPOSTOS DIFUNDIDOS *NOMAINSTREAM*

Um dos primeiros pontos a se levar em consideração ao se tratar dos pressupostos teóricos de abordagens com forte influência da tradição neoclássica é a questão da neutralidade da moeda no longo prazo, assumida no pensamento macroeconômico de cunho ortodoxo. Segundo Blanchard (2011), a política monetária pode ter efeitos sobre as variáveis econômicas reais no curto prazo, porém, no longo prazo (ou o que o autor denomina médio prazo) a política monetária, com as variações no nível da taxa de juros apenas tendo efeito em variações no nível geral de preços da economia. Ou seja, exceto no curto prazo, alterações na quantidade de moeda da economia seriam fenômenos estritamente monetários na visão ortodoxa, tendo-se a percepção de que a moeda seria apenas um véu, funcionando apenas como meio de troca no processo de funcionamento econômico (MOLLO, 2004). Como ressaltado por Mollo (2004), neoclássicos, novos-clássicos e novos-keynesianos tem diferenças no que tange a percepção da neutralidade da moeda. Neoclássicos monetaristas e novos-keynesianos admitem a neutralidade de moeda apenas no longo prazo, enquanto os novos-clássicos (destacando aqueles dos ciclos reais – os quais serão importantes na análise do trabalho) aceitam a moeda neutra tanto no curto quanto no longo prazo.

Essa aceitação da neutralidade da moeda por essas três correntes, as enquadra na chamada ortodoxia econômica. Dois fatores são fundamentais para enquadrar neoclássicos, novos-clássicos e novos-keynesianos no pensamento econômico ortodoxo: a aceitação da Teoria Quantitativa da Moeda¹² e a aceitação da Lei de Say (MOLLO, 2004). A Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), esta seria uma equação que resume, dada a consideração da velocidade de circulação da moeda (V) como constante ou previsível e que as variações da quantidade de moeda (M) não provocam alterações permanentes sobre o nível de produto (Y), a ideia de inflação como um fenômeno estritamente monetário. A inflação ocorreria apenas devido ao aumento da quantidade de moeda, sem consequência sobre o real da economia. A respeito da Lei de Say, esta consiste na ideia de que toda oferta gera a sua própria demanda, ou seja, de que a oferta determina o nível de produto da economia – tem-se um equilíbrio entre oferta e demanda, onde a oferta determina a demanda.

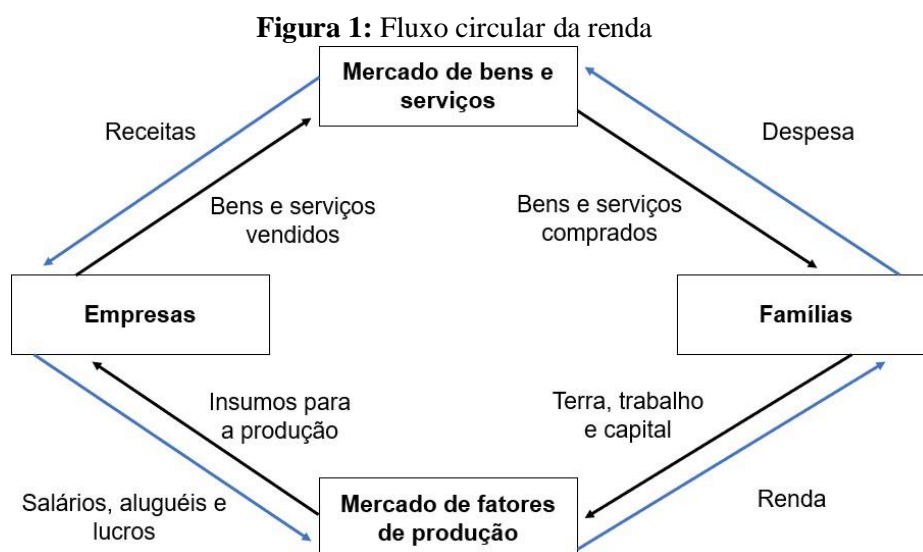
A questão de Lei de Say nos leva a mais um importante pressuposto teórico adotado pelo *mainstream*, a ideia do nível de produto da economia determinado pela oferta. A chamada visão *supply-side* ou “economia do lado da oferta” (DORNBUSCH et al., 2013), é outro importante pressuposto compartilhado pelos economistas da ortodoxia econômica. Segundo a visão *supply-side*, variações na demanda agregada geram efeitos de curta duração no produto, ou

¹ A Teoria Quantitativa da Moeda pode ser representada pela equação: $MV = PY$, em que M = quantidade de moeda; V = velocidade de circulação da moeda; P = nível geral de preços e Y = nível real do produto, V é considerada estável ou previsível e não há efeito permanente nas variações de M sobre Y, então qualquer variação de M reflete em uma variação proporcional de P.

seja, as flutuações de demanda podem ter algum efeito apenas no curto prazo. Enquanto isso, choques de oferta podem afetar permanentemente o produto de uma economia (caso sejam derivados aumentos de produtividade permanentes). Ressalta-se que o Produto Interno Bruto (PIB) é afetado em sua trajetória tanto por choques permanentes quanto transitórios, porém, que o processo de trajetória do PIB é dominado pelos choques permanentes.

Dadas essas ideias, fundamentalmente a da Lei de Say e da moeda sendo apenas um meio de troca – uma espécie de “azeite da circulação”, que se trata apenas de um facilitador das trocas, como destaca Fonseca (2010) – (ideia de neutralidade da moeda), chegamos a mais um aspecto do *mainstream* da teoria macroeconômica que é noção de fluxo circular da renda (Dornbusch et al., 2013). Para que a Lei de Say seja aceita, é necessário aceitar que não há vazamentos no fluxo circular da renda, ou seja, toda a renda que as empresas pagam às famílias pelos fatores de produção sempre é gasto na compra de produtos produzidos pelas empresas. Quando a moeda é apenas um meio de troca não é lógico que ocorra entesouramento, por exemplo (FONSECA, 2010).

De acordo com o fluxo circular, toda a renda das famílias será dispendida em consumo, do contrário, a parte de moeda retida (vazamento), resultaria em uma parte da produção deixando de ser comprada. Essas obras de parte da produção resultariam numa queda da utilização dos fatores de produção – como ressalta Mollo (2004). Buscando ilustrar o raciocínio de como se daria o fluxo circular da renda, segue a Figura 1, demonstrando as interações entre os agentes econômicos da maneira que estas deveriam ocorrer de forma a não existirem vazamentos. Como poderá ser observado, no fluxo circular toda a renda da economia deve estar sendo gasta em transações entre os agentes – nesse caso, toda a moeda seria utilizada para o motivo transação, segundo a teoria desenvolvida por Keynes (1985).



Fonte: Elaboração própria.

Outro importante pressuposto que grande parte dos economistas do *mainstream* assume

no desenvolvimento de seus modelos, com o destacado por Blanchard (2011), é hipótese de expectativas racionais. Segundo o autor, esta seria a hipótese de que os agentes econômicos formem expectativas futuras ao avaliar uma política econômica, analisando seus efeitos sobre variáveis como produto futuro, taxa de juros futura, entre outras. De acordo com Blanchard (2011), apesar de haverem agentes que fogem a esta regra, a melhor maneira de se avaliar efeitos potenciais de políticas econômicas é se baseando da hipótese de expectativas racionais. Por fim, uma última consideração as e fazer sobre os pressupostos comumente considerados na perspectiva macro econômica do *mainstream* é a respeito da incerteza considerada nessa visão econômica. Afirma-se que há uma incerteza substancial quanto ao efeito das políticas econômicas, o que seria uma justificativa para os *policymakers* utilizarem políticas menos ativas e serem mais cuidadosos (BLANCHARD, 2011). A incerteza na ideia macro econômica ortodoxa aparece ligada a questão das políticas econômicas e não no próprio funcionamento da economia em si. Há também na perspectiva teórica *mainstream* um grande destaque às mensurações de risco e uma larga utilização destas em suas análises de funcionamento do mercado financeiro, sobre tudo. Uma vez que a incerteza seria um fator incalculável, enquanto poderia ser calculado probabilisticamente, um avanço na inclusão do risco nos modelos macro econômicos faz mais sentido. Entretanto, há também afirmações como a de Lisboa (1998), que destaca que poderia-se medir o grau relativo de incerteza por meio da probabilidade. Segundo o autor, os probabilistas Subjetivos e, em algum grau, os Bayesianos, poderiam medir o grau relativo de incerteza tendo como base variáveis subjetivas, como experiências passadas, estado de espírito ou qualquer outra variável subjetiva. A probabilidade seria uma forma de expressar a incerteza do agente sobre um evento particular (LISBOA, 1998).

A LITERATURA PÓS-KEYNESIANA

A HIPÓTESE DA FRAGILIDADE FINANCEIRA

Para interpretar a questão das crises financeiras pela ótica pós-keynesiana faz-se obrigatória a abordagem dos trabalhos de Minsky, autor de vasta contribuição sobre o tema da instabilidade financeira em suas obras. Outros autores pós-keynesianos – além do próprio Keynes – são relevantes devido a como suas teorias dialogam com a de Minsky. Questões como noção de incerteza, moeda não neutra, demanda efetiva, entre outras, são fundamentais para compreender como se desenvolve a teoria minskyana. Os trabalhos desenvolvidos por Minsky são fundamentais para explicar o fenômeno da instabilidade financeira em si, principalmente por meio da hipótese de fragilidade financeira desenvolvida pelo autor (MINSKY, 2008). Por outro lado, para compreender bem os pressupostos sobre os quais tal teoria se desenvolve e todo o ambiente econômico moderno e altamente financeirizado que é analisado por esta, serão

apresentados diversos outros autores pós-keynesianos, de maneira a deixarmos bem claro qual é a base teórica da corrente pós - keynesiana, em linhas mais gerais, e mais especificamente, em como essa base teórica dialoga com a teoria minskyana e o fenômeno das crises financeiras.

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

Nas três posições de financiamento utilizadas por Minsky, a posição *hedge* é a que possui uma maior margem de segurança, seguida pela *especulativa* e culminando na *Ponzi*, a posição mais arriscada em termos de margem de segurança. Uma gente encontra-se em posição *hedge* quando as receitas esperadas são suficientes para arcar com os juros e as amortizações (pagamento do principal da dívida) nos períodos futuros. Caracteriza-se em posição *especulativa* o agente em que suas receitas esperadas são suficientes apenas para arcar com os juros de seus compromissos financeiros, necessitando refinanciamentos de parte de suas dívidas (sendo, com esses novos financiamentos, capaz de realizar a chamada “rolagem da dívida”). Por fim, na posição *Ponzi* – que pode ser considerada um caso extremo da posição *especulativa* – a receita esperada dos agentes não é suficiente para arcar sequer com o montante de juros de suas obrigações financeiras, precisando (assim como o agente *especulativo*) tomar novos empréstimos para cumprir seus compromissos financeiros (PAULA e ALVES JR., 2003).

Como destacado por Paula e Alves Jr. (2003), as unidades *hedge* seriam mais conservadoras, estando menos dependentes dos fatores de financiamento do mercado do que as posições *especulativa* e *Ponzi*. Uma unidade *hedge* não é dependente de refinanciamentos das suas obrigações financeiras, então, via de regra, em um caso de aumento da taxa de juros ou até mesmo da impossibilidade de novos empréstimos pelos credores, essa unidade tende a não ter problemas em conseguir cumprir suas obrigações financeiras (lembrando que o aumento do juros, não afetariam os juros dos compromissos já assumidos, não encarecendo essas obrigações financeiras). No caso de uma unidade *especulativa*, devido a

necessidade de refinanciamentos, um aumento da taxa de juros provoca uma elevação das dívidas assumidas, e no caso de uma contração de crédito, impossibilita a realização de refinanciamentos e rolagem da dívida. Por fim, uma unidade *Ponzi*, já apresenta obrigações financeiras com um comportamento crescente ainda que as taxas de juros e disponibilidade de crédito se mantenham inalteradas nos períodos futuros ao contrato das dívidas. Caso haja um aumento na taxa de juros o montante da unidade *Ponzi* cresce em um ritmo ainda maior, dependendo da possibilidade de refinanciamento (e, conseqüentemente, da disponibilidade de concessão de novos créditos) para não tornar-se insolvente.

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

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

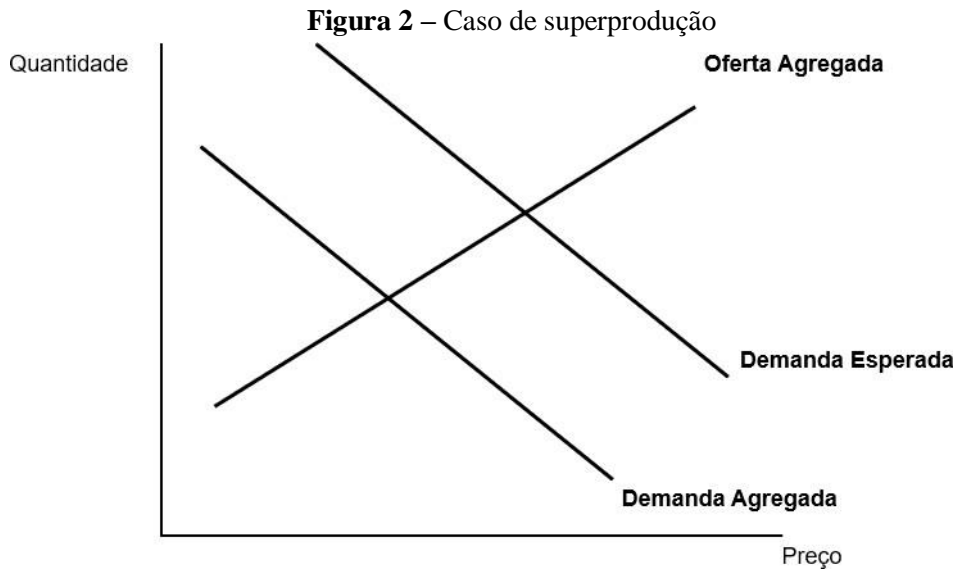
Cabe pensar que tipo de fatores, podem levar os agentes de uma economia de posições financeiras mais seguras para mais arriscadas. Como dito por Paula e Alves Jr. (2003), o aumento da taxa de juros pode ser uma delas, causando um aumento nos custos de refinanciamento. Porém, cabe aqui destacar a principal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

No pensamento minskyano tem-se a noção de que a estabilidade gera a instabilidade no ambiente econômico (e vice-versa). Assim, coloca-se a ideia de que a instabilidade é um processo econômico endógeno e que não pode ser evitado. De certa maneira, dado o funcionamento normal de uma economia, “quando não se está em uma conjuntura econômica instável, tende-se a se estar caminhando para tal”, como fruto do processo de deterioração financeira, causado pelo ambiente de estabilidade econômica e o que acaba gerando novos momentos de estabilidade seriam justamente os momentos de instabilidade econômica. Pois, como ressalta Minsky (2008), após uma crise financeira, os agentes passam a evitar as posições *especulativa* e *Ponzi*. Sendo assim, após uma recessão que causada por uma crise financeira, a economia se restabelece com uma estrutura financeira mais robusta do que quando ocorreu a crise.

OS PRESSUPOSTOS PÓS-KEYNESIANOS

Para discorrer a respeito dos pressupostos da teoria pós-keynesiana é necessário recorrer a alguns aspectos fundamentais da teoria desenvolvida por Keynes, principalmente a parte dos conceitos explicitados em sua obra “A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda” (KEYNES, 1985). Primeiramente, é importante lembrar o princípio da demanda efetiva, forte característica do pensamento pós-keynesiano – que “vê a econômica pelo lado demanda” –, caracterizado pela chamada visão “*demand-side*”. De acordo com a Teoria Geral, a quantidade de fatores de produção de utilizados numa economia (mão-de-obra e capital) é determinada no momento *ex-ante* à produção, com base na expectativa de venda dos empresários no momento *ex-post*. Ou seja, o empresário determina o seu nível de produção de acordo com a chamada demanda esperada. Pensando-se em duas retas: uma de demanda agregada e uma de demanda esperada, a demanda efetiva seria representada pelo ponto onde estas se interseccionam entre essas duas retas. Dada essa relevância que a demanda e as expectativas a respeito desta, fica claro o motivo para Lavoie (2009) afirmar que o nível de produto de uma economia é determinado pela demanda – onde, na igualdade entre oferta e demanda, tem-se que a oferta se adapta à demanda, tanto no curto quanto no longo prazo, ou seja, a oferta determina a demanda.

Ainda se tratando do princípio da demanda efetiva, este enfatiza mais um importante pressuposto do pensamento pós-keynesiano: a rejeição à Lei de Say. Uma vez que a demanda efetiva poderia ser representada em um gráfico (com seus eixos vertical e horizontal representando quantidade e preço) pelo ponto de interseção entre a demanda agregada e a reta de demanda esperada, fica claro que de acordo com a inclinação dessas retas, pode não haver um ponto de interseção entre demanda esperada e demanda agregada (ou que esse ponto poderia estar em uma faixa do gráfico com valores negativos). Nesse caso, a teoria de Keynes (1985), abre espaço para a ocorrência de desequilíbrios entre oferta e demanda, ao contrário do pregado pela Lei de Say. A Figura 2, a seguir, ilustra uma ocorrência de superprodução:



Fonte: Elaboração própria.

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

Antes de abordarmos esses dois aspectos cabe resgatar os conceitos de tempo histórico dinâmico e de existência de uma economia monetária de produção (LAVOIE, 2009). Quanto a noção de tempo histórico dinâmico, o pensamento pós-keynesiano destaca a importância de analisar-se a dinâmica ocorrida na economia ao analisar-se diferentes pontos de equilíbrio. Ou seja, na teoria pós-keynesiana não importam apenas os pontos de equilíbrio que foram alcançados em diferentes do tempo, mas também é importante considerar a transição entre esses pontos e que reconhecer que as condições sob as quais essa transição ocorre pode afetar os pontos de equilíbrio. A existência de uma economia monetária de produção é a característica busca destacar que em uma economia todos os valores são estabelecidos em termos monetários. De acordo com a teoria pós-keynesiana, os modelos devem reconhecer que os contratos são estabelecidos em dinheiro, devem reconhecer que as firmas possuem dívidas e famílias possuem ativos que podem gerar problemas financeiros consideráveis, devido a variações na preferência por liquidez dos agentes econômicos.

No ambiente de uma economia monetária de produção, tem-se a característica da preferência por liquidez, sempre ligada à noção de incerteza fundamental, que é muito distinta

do conceito de risco. Enquanto o risco é probabilístico, podendo ser calculado, a incerteza é incalculável para os pós-keynesianos. A característica da incerteza fundamental está ligada à não ergodicidade dos processos econômicos (OREIRO, 2011). A não ergodicidade faz com que os agentes econômicos não sejam capazes de obter um aprendizado que permitam a eles ter conhecimento da distribuição probabilística objetiva dos acontecimentos futuros. O futuro é diferente do passado, ou seja, as flutuações ocorridas no passado não necessariamente ocorrerão da mesma forma no futuro (LAVOIE, 2009).

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

Por fim, a respeito das expectativas no pensamento keynesiano – assumindo aqui como pensamento keynesiano aquele contido especificamente nas obras de Keynes – cabe destacar algumas características. Pessali (2006) ressalta que a tomada de decisão sobre investimento do empresário é baseada em suas expectativas (demanda esperada). Entretanto, essas expectativas são formadas em um ambiente econômico complexo, sobre o qual os agentes têm um conhecimento parcial, fazendo com que as expectativas sejam baseadas em informação incompleta. Se para os agentes terem expectativas racionais, parte-se do axioma do ambiente econômico ergódico, ao partir-se do axioma de um processo econômico não ergódico (num ambiente permeado pela incerteza), pode-se deduzir que na teoria de Keynes os agentes não possuiriam expectativas racionais (DAVIDSON, 1996b). Como Ferrari (1991) aponta, Keynes desenvolve em sua obra uma noção de expectativas exógenas, sujeitas à incerteza, o chamado *animal spirits*. Assim, pode-se depreender que há elementos na obra de Keynes que expõem uma noção de racionalidade limitada dos agentes (PESSALI, 2006).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho buscou apresentar como se dá a diferença de interpretação de um mesmo fenômeno – as crises financeiras – entre duas abordagens econômicas, uma de cunho

heterodoxo e outra de cunho mais ortodoxo, apresentando como se desenvolvem suas explicações e principalmente, como essas explicações se diferenciam. Pelo lado heterodoxo, utilizou-se da abordagem pós-keynesiana, sobretudo a hipótese da fragilidade financeira desenvolvida por Minsky, enquanto pela perspectiva do *mainstream* econômico, utilizou-se fundamentalmente a teoria macroeconômica dos ciclos reais de negócios, desenvolvida por autores com forte influência da tradição econômica neoclássica. Ao buscar-se diferenciar essas duas abordagens distintas, foi possível perceber que era necessário distinguir mais do que as teorias que podiam explicar a ocorrência das crises financeiras, era necessário recapitular e diferenciar os pressupostos sobre os quais se desenvolve o arcabouço teórico de cada uma dessas visões.

Analisando-se os pressupostos tomados por cada uma das abordagens teóricas, podemos perceber que cada uma delas desenvolve explicações bastante distintas para o fenômeno das crises financeiras – e tende a ser assim para qualquer outro –, porque os princípios que regem cada uma dessas análises teóricas são completamente diferentes. Diferenças entre visão “*supply-side*” e visão “*demand-side*”, neutralidade e não neutralidade da moeda, além de diferenças a respeito de formação de expectativas, Lei de Say e incerteza (entre outras), fazem com que se construam teorias totalmente distintas no âmbito pós-keynesiano e no *mainstream*. Dessa forma, pode-se colocar de forma bastante sucinta que, desde pressupostos até o desenvolvimento da teoria, a grande distinção entre o *mainstream* e o pensamento pós-keynesiano a respeito das crises financeiras resume-se à natureza exógena ou endógena desse fenômeno.

Na perspectiva *mainstream*, as crises se originariam em choques exógenos, gerando ciclos econômicos, assim como ocorre nos ciclos reais de negócios. As crises financeiras (assim como outros tipos de desequilíbrio econômico) seriam espécies de “erros” ocorridos em um sistema econômico que encontra-se constantemente em equilíbrio, tendo apenas por vezes os seus pontos de equilíbrio alterados – mas utilizando-se sempre de um aparato analítico estático, pautado nos pontos de equilíbrio dos mercados. Por outro lado, na análise pós-keynesiana, as crises financeiras são originadas de um processo endógeno. A interpretação pós-keynesiana destaca que as crises são consequência do funcionamento normal da economia. As economias capitalistas, permeadas pela incerteza, onde os mercados não necessariamente se encontram em equilíbrio, acabariam por gerar naturalmente episódios de caos econômico (as crises seriam, dessa maneira, sistêmicas).

REFERÊNCIAS

- BLANCHARD, O. **Macroeconomia**. 5ª edição. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2011. DATHEIN, R. **Economia Ensaios**, v. 19, n.2, p. 87-109, 2005.
- DAVIDSON, P. Colocando as evidências em ordem. **Ensaios FEE**, ano 17, n. 2, suplemento, p.7-41, 1996.
- DORNBUSCH, R.; Fischer, S.; Startz, R. **Macroeconomia**. 11ª edição. Porto Alegre: AMGH Editora Ltda., 2013.
- FERRARI FILHO, F. Os "keynesianos" neoclássicos e os pós-keynesianos. **Ensaios FEE**, Porto Alegre, v. 12, n. 2, p. 340-348, 1991.

- FISHER, I. The debt deflation theory of great depressions. **Econometrica**, n.4, out. 1933.
- FONSECA, P.C.D. Keynes: o liberalismo econômico como mito. **Economia e Sociedade**, 19(3):425-447, 2010.
- KEYNES, J.M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. 2ª edição. São Paulo: Nova Cultural, 1985.
- LAVOIE, M. **Introduction to Post-Keynesian Economics**. Palgrave Macmillan, 2009.
- LISBOA, M.B. **A Miséria da Crítica Heterodoxa. Primeira Parte: Sobre as Críticas**. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/530/000084978.pdf>>. Acesso em: 13 jun. 2018.
- MINSKY, H.P. **Estabilizando uma Economia Instável**. Novo Século, 2013. MINSKY, H.P. **Stabilizing an Unstable Economy**. New York: McGraw Hill, 2008.
- MOLLO, M. L. R. Ortodoxia e heterodoxia monetárias: a questão da neutralidade da moeda. **Revista de Economia Política**, v. 24, n. 3 (95), jul./set. 2004.
- OREIRO, J. L. Economia Pós-Keynesiana: Origem, Programa de Pesquisa, Questões Resolvidas e Desenvolvimentos Futuros. **Ensaio FEE**, v. 32, p. 283-312, 2011.
- PAULA, L. F.; ALVES JR., A. J. Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo minskiano. **Análise Econômica**, 21(39):135-162, 2003.
- PESSALI, H. Nanofundamentos da macroeconomia: Keynes e o institucionalismo na Teoria Geral. **Revista de Economia**, vol. 32, n.2, p. 63-79, 2006.
- TERRA, F.H.B.; FERRARI FILHO, F.; CONCEIÇÃO, O.A.C. A hipótese da fragilidade financeira aplicada ao setor público: uma análise para a economia brasileira no período 2000-2008. **Encontro Nacional de Economia Política**, 14., 2009. São Paulo. *Anais...* São Paulo: PUC-SP, 2009.