

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

**IGOR GRANITOFF**

**CRISES FINANCEIRAS E FLUTUAÇÕES MACROECONÔMICAS NAS VISÕES  
DE HYMAN MINSKY E RICHARD KOO**

Porto Alegre

2014

**IGOR GRANITOFF**

**CRISES FINANCEIRAS E FLUTUAÇÕES MACROECONÔMICAS NAS VISÕES  
DE HYMAN MINSKY E RICHARD KOO**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Milan

Porto Alegre

2014

**IGOR GRANITOFF**

**CRISES FINANCEIRAS E FLUTUAÇÕES MACROECONÔMICAS NAS VISÕES  
DE HYMAN MINSKY E RICHARD KOO**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Economia.

Aprovada em Porto Alegre, 2 de Dezembro de 2014.

**BANCA EXAMINADORA:**

---

**Prof. Dr. Marcelo Milan – Orientador  
UFRGS**

---

**Prof. Dr. André Moreira Cunha  
UFRGS**

---

**Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho  
UFRGS**

## RESUMO

Este trabalho busca entender como as crises financeiras estão relacionadas com os ciclos macroeconômicos. Para isto, esta monografia apresenta primeiramente a teoria macroeconômica clássica. Em seguida, são apontadas rapidamente as contribuições de Keynes na Teoria Geral. Em seguida, é apresentada uma revisão teórica sobre os ciclos e as crises financeiras. Posteriormente, as abordagens de Hyman Minsky e Richard Koo quanto à ocorrência de crises financeiras são apresentadas, especificamente através da Hipótese da Instabilidade Financeira e da teoria da Recessão de Balanços. Tanto os aspectos referentes à formação das bolhas especulativas que geram as crises, quanto à dinâmica que se estabelece na economia e as políticas adequadas para o contorno da situação são discutidos, e uma comparação entre as duas teorias, apresentada ao final do trabalho, determina as semelhanças entre a obra de Minsky e a de Koo. São referenciados o papel da política fiscal, da política monetária, assim como os mecanismos que possivelmente venham a impedir que as bolhas especulativas tomem forma.

**Palavras-chave:** Crises Financeiras. Ciclos macroeconômicos. Instabilidade Financeira. Recessão de Balanço.

## ABSTRACT

This work seeks to understand in how financial crisis are related to macroeconomic cycles. To this end, this monograph first presents the classical macroeconomic theory. Then, it briefly reviews the contributions of Keynes in his General Theory. It provides next a theoretical review about cycles and financial crises. Subsequently, the approaches of Hyman Minsky and Richard Koo regarding the occurrence of financial crises are introduced, specifically through the Financial Instability Hypothesis and the theory of Balance Sheet Recession. Both the aspects concerning the formation of bubbles that generate the crises and the appropriate economic policy to fix the situation are discussed. A comparison between the two theories is presented at the end of the work, determining the similarities between the work of Minsky and Koo. The roles of both fiscal and monetary policies are debated, as well as the mechanisms that may possibly prevent speculative bubbles to inflate.

**Keywords:** Financial Crisis, Macroeconomic Cycles. Financial Instability. Balance Sheet Recessions.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Modelo de Macroeconomia Clássica.....	12
Figura 2 – O Ciclo Económico Genérico.....	17
Figura 3 – Representação da Crise de Minsky.....	34
Figura 4 – O Ciclo Económico de Koo.....	41
Figura 5 – Razão de alavancagem nas empresas japonesas e norte-americanas.....	42
Figura 6 – Posições Financeiras no Japão, por setor .....	43
Figura 7 – Perda de valor de Ações e Terrenos no Japão.....	44
Figura 8 – Taxa de Juros e o comportamento financeiro das empresas.....	45
Figura 9 – Evolução do PIB e do Índice de Terrenos no Japão.....	46
Figura 10 – Receita Fiscal e Déficit Orçamentário no Japão.....	48
Figura 11 – Evolução das Companhias por Situação de Endividamento.....	49

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>8</b>
<b>1. CICLOS MACROECONÔMICOS E CRISES FINANCEIRAS.....</b>	<b>10</b>
1.1. A TEORIA MACROECONÔMICA ANTES DE KEYNES.....	11
1.2. A CONTRIBUIÇÃO DE KEYNES.....	14
1.3. OS CICLOS ECONÔMICOS: CONCEITOS E EVOLUÇÃO TEÓRICA .....	17
1.3.1. Evolução Teórica.....	18
1.4. AS TEORIAS DAS CRISES FINANCEIRAS.....	21
<b>2. AS CRISES FINANCEIRAS NAS VISÕES DE HYMAN MINSKY E RICHARD KOO... 25</b>	<b>25</b>
2.1. A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA .....	26
2.1.1. A Decisão de Investimento .....	28
2.1.2. A Crise em Minsky.....	30
2.1.3. O Emprestador de Última Instância .....	35
2.1.4. O “Big Government”.....	37
2.2. A RECESSÃO DE BALANÇO DE RICHARD KOO.....	39
2.2.1. Características da RB.....	40
2.2.2. O papel da Política Fiscal .....	46
2.2.3. A questão da Política Monetária .....	50
2.3. CRÍTICAS À MACROECONOMIA .....	53
2.4. COMPARAÇÃO ENTRE A HIF E A RB .....	55
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>59</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>62</b>

## INTRODUÇÃO

A partir do momento da eclosão da crise do *subprime* em 2007, o mercado financeiro norte-americano entrou em choque. A falência do banco de investimentos norte-americano *Lehman Brothers* em setembro de 2008 desencadeou uma série de eventos no mundo econômico, deflagrando a maior crise do capitalismo desde a ocorrida na década de 1930, com as bolsas de valores de diversos países despencando, contaminando o lado real da economia mundial.

Teve início, naquele momento, uma nova fase no ciclo econômico norte-americano (e global), trazendo mudanças ao cenário econômico de diversos países e exigindo ações de políticas governamentais de injeção de liquidez na economia, como do *Federal Reserve*, inclusive em grandes empresas – como no resgate à *General Motors*, em uma tentativa de manter, estima-se, “dois milhões e meio de empregos” (Mc Alinden e Menk, 2013). De maneira semelhante, programas de resgates foram comuns em inúmeros países europeus, não evitando, posteriormente, a crise da Zona do Euro.

A crise do *subprime* levou estudiosos da ciência econômica a buscarem explicações das crises nas abordagens não-convencionais (o que ocorre costumeiramente a cada crise), e a obra do economista heterodoxo Hyman Minsky teve sua importância novamente reconhecida, como em Dymski (2004), Gontijo (2009), Gabriel (2013) e Vasconcelos (2014), assim como o termo “momento Minsky” tornou-se presente em muitas análises em respeito à crise financeira de 2008<sup>1</sup>. Outro autor, de vertente igualmente heterodoxa, cuja produção vem sendo referenciada é Richard Koo<sup>2</sup>, devido ao seu estudo da crise imobiliária japonesa dos anos 1990.

Este trabalho adentra, portanto, no tema de crises financeiras, abordando as relações desta com a macroeconomia. Tendo as crises financeiras como assunto

---

<sup>1</sup> Em Eggerston e Krugman (2011, p. 6) os autores definem o “momento Minsky”: “...*rising asset prices will encourage relaxed attitudes toward leverage. But at some point this attitude is likely to change, perhaps abruptly*”.

<sup>2</sup> Como em Eggerston e Krugman (2011).



central, o objeto de pesquisa tratado é uma comparação das teorias de crises financeiras elaboradas pelos dois autores citados anteriormente, em particular: a Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) de Hyman Minsky, e a teoria da Recessão de Balanços (RB) de Richard Koo. A questão central que o trabalho procura responder é a seguinte: Como estes autores explicam a ocorrência de crises financeiras no capitalismo? Como justificativa, cabe notar que ao passo que as crises financeiras são recorrentes, criando sérios problemas macroeconômicos, é importante que se busquem hipóteses que confrontem ideias teoricamente consolidadas como verdades universais, uma vez que estas não evitam o surgimento de novas crises no plano da política. Assim, retomar os conceitos e as análises de Minsky, agregando os pontos da análise de Koo, pode esclarecer quais são os fatores decisivos, quais são os sinais que a economia emite aos agentes em momentos pré-crise, e principalmente, quais são métodos mais eficientes de contorno às crises, isto é, como remediar estas situações.

Especificamente, será apresentada uma comparação entre a HIF e a RB, com intuito de abordar pontos em comum entre elas, principalmente o papel da alavancagem, e de que forma, nessas teorias, a economia se transforma até se encontrar em uma situação de crise financeira. Adicionalmente o trabalho apresenta as sugestões, desses autores, quanto às políticas e métodos adequados de tratamento das crises.

A metodologia aplicada é a de revisão bibliográfica, tanto histórica, na medida em que aspectos alusivos a diferentes crises financeiras são recapitulados, como teórica, levantando o referencial teórico necessário à construção lógica desta monografia.

O trabalho está estruturado em dois capítulos, além desta introdução e da conclusão. No primeiro capítulo são expressos os conceitos teóricos de ciclo econômico na macroeconomia, assim como a contribuição de Keynes e o papel das crises financeiras, com o objetivo de trazer à tona os fundamentos para a compreensão do tema. O segundo e último capítulo aborda primeiramente as teorias foco deste trabalho: a HIF e a RB, além da crítica dos dois autores à teoria macroeconômica de vertente neoclássica. Ao final do capítulo são apontados os aspectos comuns entre as duas teorias.

## 1. CICLOS MACROECONÔMICOS E CRISES FINANCEIRAS.

Este capítulo aborda os fundamentos teóricos importantes para o entendimento do trabalho. Parte-se de um primeiro ponto ilustrando qual era o modelo do estudo da economia até a década de 1930, com o que seria a visão da macroeconomia numa perspectiva clássica, ou “pré-keynesiana”. Em seguida abordam-se as principais contribuições de Keynes para o estudo da macroeconomia. Num terceiro ponto deste capítulo tratam-se de aspectos acerca de ciclos financeiro, sendo abordados na última seção os conceitos de crise financeira.

O ponto central deste trabalho, a discussão das crises financeiras, se tornou um tema cuja importância foi muito intensificada após a dificuldade que se estabeleceu na economia norte-americana em contornar os efeitos da denominada Grande Depressão de 1930. Porém, não se pode afirmar, em hipótese alguma, que esta foi a primeira crise profunda, econômica ou mesmo financeira. As crises existem e fazem parte do capitalismo há muito tempo. O que se pode afirmar é que esta crise em particular foi a responsável por fazer surgir a obra de John Maynard Keynes, que teve como objetivo contrapor o que era o consenso estabelecido à época: os pressupostos da Lei de Say, o equilíbrio de pleno-emprego da economia, a poupança como restrição fundamental à capacidade de investir, a perfeita flexibilidade de salários e preços, dentre outros fatores.

De fato, as contribuições de Keynes são um marco na história da teoria econômica: trouxe ao debate a necessidade de coordenação da política econômica pelo governo, pois, para o autor, não era possível que o Estado presenciasse passivamente situações tão alarmantes como as da Grande Depressão de 1930, confiando na tendência ao equilíbrio da economia, na tendência ao pleno-emprego — como se acreditava àquela época. Não se podia, conforme mostrou Keynes, esperar pelo longo prazo: para melhorar o funcionamento do capitalismo, era imprescindível que o Estado interviesse na economia. Assim, segundo Keynes:

“... os postulados da teoria clássica se aplicam apenas a um caso especial e não ao caso geral, pois a situação que ela supõe acha-se no limite das possíveis situações de equilíbrio... Seriam ilusórios e desastrosos se

tentássemos aplicar as suas conclusões aos fatos da experiência”.  
(KEYNES, 1996, p.43)

Essa proposta de modificação do paradigma da economia durante a crise de 1930, com a sua obra de 1936, A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, marcou significativamente o estudo da economia. A partir dela, análises sobre ciclos econômicos, crises financeiras e o funcionamento da economia como um todo, com ênfase no grande impulso dado ao estudo da macroeconomia, obtiveram um novo ponto de partida.

### 1.1. A TEORIA MACROECONÔMICA ANTES DE KEYNES

Segundo a visão convencional de Larrain e Sachs (2006, p.13), podem-se citar três fatores que promoveram o estabelecimento da Macroeconomia como disciplina do estudo da Economia: o início do registro oficial de dados estatísticos nacionais, as tentativas de teorização acerca dos ciclos de negócios e, conforme já referenciado anteriormente, as dificuldades em se contornar a Grande Depressão de 1930, para a qual “economistas, historiadores e cientistas sociais em geral não se abstiveram de apresentar hipóteses”. Nesta versão não se explicita a centralidade da obra de Keynes no desenvolvimento da macroeconomia moderna.

Com relação ao primeiro ponto, estabelecer prioridades e projetar gastos, buscar maior produtividade para certos canais da produção, assim como outras rotinas deste tipo se difundem muito em tempos de guerra. Esses comportamentos demandaram maior planejamento por parte dos governos das nações envolvidas na primeira guerra mundial, aumentando o uso e o registro de dados estatísticos destes países por seus governantes. Foi neste cenário que se iniciou um significativo processo de criação de base de dados nacionais para os países participantes da Primeira Guerra Mundial.

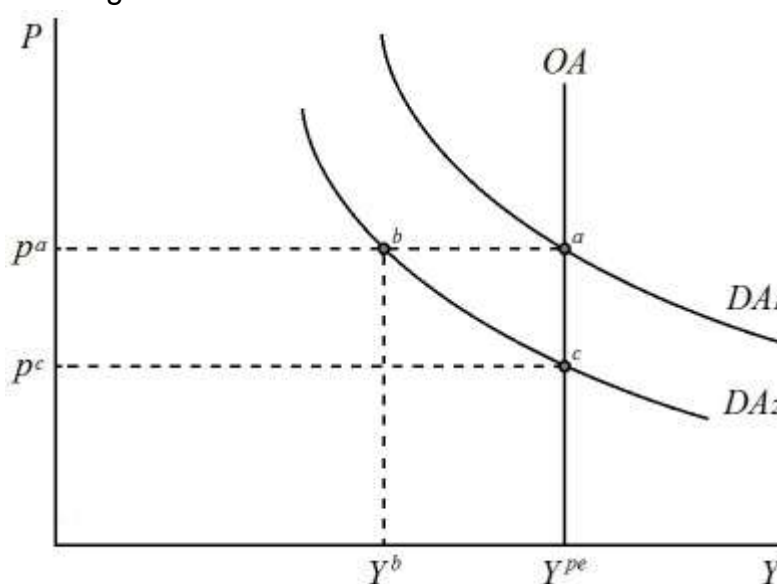
A partir destes primeiros dados e com o aperfeiçoamento destas coletas de informação, foi possível aos economistas trabalhar com séries estatísticas longas, e assim surgem as novas tentativas de formalização de teorias a respeito de ciclos e crescimento econômico, como os estudos de Wesley C. Mitchell (1914) que,

conforme Lorrain e Sachs (2006, p.11) reconheceram “ciclos de negócios recorrentes e essencialmente semelhantes”, argumentando que “estoques, produção e preços, tendem a sofrer alterações sistemáticas no decorrer de um ciclo”. Concomitantemente ao desenrolar da depressão de 1930, estes fatores fizeram efervescer um cenário que buscava soluções práticas ao quadro em que se encontrava a economia de diversos países na década de 30.

Antes da Grande Depressão, entretanto, aceitava-se de bom grado que os pressupostos assumidos pela Lei de Say eram verdadeiros. Segundo esta lei, também conhecida como “Lei dos Mercados”, a oferta cria sua própria demanda, levando a economia a tender ao pleno-emprego e lá permanecer.

Como a teoria clássica prevê o funcionamento da economia no pleno-emprego, algum choque exógeno que leve a demanda agregada a um nível inferior trará consequências somente temporárias ao comportamento de equilíbrio da economia. Podemos ilustrar este funcionamento conforme a figura a seguir.

Figura 1 – Modelo de Macroeconomia Clássica



Fonte: Elaborada pelo autor.

Partindo-se do ponto **a**, um ponto de equilíbrio entre a oferta agregada (OA) e a demanda agregada ( $DA_1$ ), a economia opera em nível de pleno-emprego ( $Y^{pe}$  — pressuposto do pleno-emprego), com nível de preços  $p^a$ . Admitindo um choque exógeno à economia, sob a forma de uma retração na demanda agregada, o comportamento se daria da seguinte maneira: a economia partiria para o ponto **b**,

em uma nova curva de demanda agregada ( $DA_2$ ), ao nível de preços  $p^b$ , tal que  $p^b$  é igual ao  $p^a$  anterior. Este não seria um ponto de equilíbrio da economia, somente um estado temporário, conforme a teoria clássica. Neste ponto **b**, a economia opera a um nível de produção inferior ao  $Y^{pe}$ , denominado  $Y^b$ . Com a economia aquém do pleno-emprego, o desempenho das empresas é inferior ao do estado em  $Y^{pe}$ , desta forma incorrendo na necessidade de contenção de custos, viável através de demissão de mão-de-obra, uma vez que se opera ainda a preços constantes em relação ao ponto **a**.

Esse movimento de demissão cria um excedente de mão de obra disponível, fazendo seu preço cair, sob a forma de diminuição de salários (pressuposto da flexibilidade de salários). Esta queda no nível de salários permite às empresas diminuir o preço de suas mercadorias, elevando o nível de vendas, fazendo a economia caminhar do ponto **b** para o ponto **c** do gráfico, voltando a um estado de equilíbrio entre a demanda agregada e a oferta agregada, num nível de preços  $p^c$ , com a economia operando novamente em um estado de pleno-emprego, com nível de produção novamente em  $Y^{pe}$ .

Por esta breve análise, nota-se o comportamento da economia segundo a teoria clássica: um ambiente no qual os mercados se ajustam às condições da economia, levando a mesma a funcionar em auto equilíbrio. O papel do governo é mínimo ou, como no caso ilustrado, nulo<sup>3</sup>. A economia transitou de um momento inicial onde se encontrava em pleno-emprego, adaptou-se a um choque que contraiu a demanda com o mecanismo de desempregar para que diminuísse seus custos e podendo assim diminuir o nível de salários, para então diminuir seus preços e voltar ao nível de pleno-emprego, num novo nível de preços.

Cardoso (2008, p. 29), discutindo sobre o mercado financeiro na teoria clássica, expõe que “toda a poupança — oferta de recursos financeiros — se converte automaticamente em investimento — demanda por recursos financeiros”. Isso se deve, novamente, ao pressuposto da Lei de Say. O mercado financeiro está

---

<sup>3</sup> “Markets are perfectly competitive in the Classical model, and if left alone they will work efficiently and maximize output and welfare. Anything the government does outside of the basic responsibilities (...) will lower efficiency and output”.(KNOOP, 2004, p. 40).

também, nesta visão, em equilíbrio, funcionando através da taxa de juros. Esta taxa remunera os emprestadores e onera os tomadores, equilibrando o mercado.

Este mecanismo é definido pela Teoria dos Fundos Emprestáveis (TFE), que assegura que a poupança gera o investimento. Os poupadores ofertam fundos a serem remunerados pela taxa de juros. A demanda deste mercado é formada pelos tomadores de empréstimos, que enxergam a taxa de juros como o preço a ser pago por estes fundos. Os objetivos destes empréstimos podem ser para financiamento de investimento em produção, ou ainda empréstimo pessoal, para compra de imóveis. Mas não há discussão na teoria clássica sobre níveis de endividamento associados a um determinado nível de investimento.

Portanto, a macroeconomia clássica prevê a poupança como prévia ao investimento. O nível de poupança de uma economia definirá o nível de investimento, já que “toda a poupança se converte em investimento”.

## 1.2. A CONTRIBUIÇÃO DE KEYNES

Conforme o esquema clássico, a economia entraria em equilíbrio novamente após passar por uma contração da demanda, reestabelecendo o nível de pleno-emprego. Entretanto, o que se notou durante a Grande Depressão foi que isso não ocorreu. Diante dessa situação, era necessária uma nova interpretação do comportamento da economia, pois a vigente não explicava o atraso na reação da economia perante a queda no desempenho da produção norte-americana, e global, com crescente desemprego e quedas profundas no PIB de diversos países.

Neste contexto, a contribuição de Keynes trouxe uma nova maneira de encarar os fatos, fornecendo aos economistas da época um novo método de abordagem aos movimentos da economia, propondo a ruptura aos pressupostos da economia clássica, confrontando as ideias de tendência ao pleno-emprego, flexibilidade de salários e preços, a precedência da poupança ao investimento, assim como a não intervenção do Estado na economia.

Se, para Keynes, a economia não tende ao pleno-emprego, há então outro fator intrínseco à economia: a instabilidade. Uma demanda efetiva insuficiente traz

consequências à economia na forma de desemprego, sem garantia de que haja uma solução para esta situação somente pelas forças de mercado. Nota-se, neste ponto, a crítica de Keynes à teoria clássica do desemprego, que prevê somente o desemprego voluntário e não reconhecendo a possibilidade de desemprego involuntário.

Ao tratar da demanda agregada, Keynes a separa em demanda por bens de consumo e por bens de investimento, considerando a primeira mais estável, de forma que varia de maneira não muito significativa conforme a variação do nível de renda. Desta forma, coloca a demanda por bens de investimento como o fator principal na configuração da demanda agregada. Seriam, portanto, as variações no nível de investimentos que determinariam as flutuações da demanda agregada.

Cabe agora averiguar os condicionantes do investimento para Keynes, para que desta forma possa-se delimitar o que causa a instabilidade intrínseca do capitalismo. Contrariando neste ponto a Lei de Say, Keynes introduz o conceito de eficiência marginal do capital, uma vez que o capitalista não espera que “toda oferta encontrará sua demanda”. Para que haja demanda por investimento, conforme o autor inglês, o empresário confronta sua expectativa de lucro ao retorno esperado se este investimento fosse aplicado no mercado financeiro, contrapondo então a sua taxa de lucro esperado à taxa de juros. Outro aspecto analisado anteriormente ao investimento pelo capitalista é a expectativa de que a taxa de lucro resultante do investimento supere o custo de uma taxa de juros a ser paga em razão de um empréstimo que viabilize tal investimento.

Introduzido o importante conceito de expectativas, passamos a analisá-las como as responsáveis pela variância no desempenho de uma economia. É a disposição de investir em condições de incerteza (Keynes denomina de *animal spirits*), ou seja, de tornar a riqueza menos líquida, que impulsiona a economia. A maneira como o capitalista enxerga suas perspectivas de lucros quanto a um investimento determinará o ritmo de atividade econômica. Um empresariado pessimista, que não investe, contrai a demanda efetiva da economia, o que, conforme visto anteriormente, causa uma contração do produto desta economia.

Ao passo que a expectativa quanto ao futuro incerto sinaliza ao empresário que o investimento não deve ser feito (quando o investimento no mercado financeiro

for mais rentável do que a taxa de lucro esperada advinda do novo investimento), ele opta por se manter mais líquido. Isso ocorre porque é mais fácil desfazer-se de investimento no mercado financeiro e monetário comparativamente à revenda de máquinas, por exemplo. Conforme o trecho a seguir, nota-se o importante papel envolto à questão da preferência pela liquidez em Keynes:

“Para Keynes, a poupança não importa, a moeda sim que é importante nas decisões. A falta de disponibilidade da comunidade para comprar títulos — devido a uma preferência pela liquidez que leva a reter moeda e não a adquirir outros ativos —, e liberar dinheiro, pode interromper a circulação da liquidez da economia, provocando crise na realização de gastos.” (COSTA, 1991, p. 69).

Nestas situações, a taxa de juros, que pode ser denominada alta, na medida em que está fazendo com que o empresário não invista, contraindo a demanda por bens de investimento, iria, conforme o modelo clássico, cair, na medida em que o aumento da poupança levaria ao equilíbrio em um segundo momento. A economia keynesiana, entretanto, prevê que a queda da taxa de juros pode não ser suficiente. Se a eficiência marginal do capital deteriorar-se mais rapidamente do que a queda na taxa de juros, por exemplo, pode não haver uma taxa de juros baixa o suficiente que faça o empresário optar por esses bens de investimento. É neste cenário que se estabelece mais um marco importante da economia conforme a proposta de Keynes: o papel do governo como fomentador da demanda efetiva e estabilizador do ciclo econômico.

O comportamento da poupança também difere na teoria keynesiana em relação à clássica. Se nesta última a poupança determinava o investimento, para Keynes a relação é oposta. Conforme Cardoso (2008), “a relação entre poupança e investimento também<sup>4</sup> pode ser vista como uma igualdade – embora *ex-post* – com determinação causal – do investimento para a poupança”. A autora expõe ainda que devido às diferentes origens destes elementos (sendo o investimento um

---

<sup>4</sup> Cardoso (2008) aborda em um primeiro momento a relação entre poupança e investimento como uma identidade contábil, por isso o *também*, no trecho exposto.



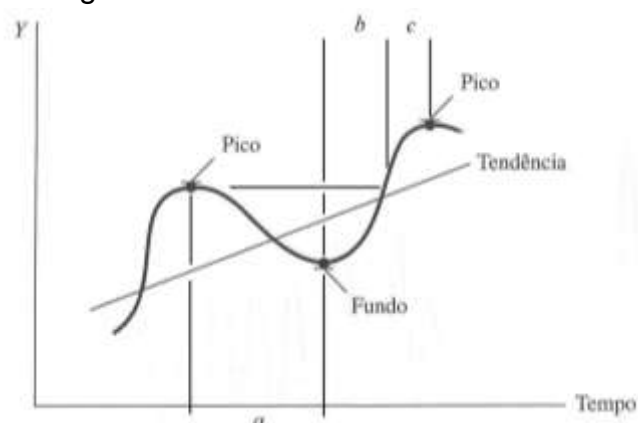
componente do gasto e a poupança um componente da renda) não é possível que se defina a taxa de juros como o fator que os equilibra, sendo a identidade entre eles “estritamente contábil”.

### 1.3. OS CICLOS ECONÔMICOS: CONCEITOS E EVOLUÇÃO TEÓRICA

Para que se trate dos aspectos teóricos a respeito de ciclos econômicos, se faz conveniente estabelecer alguns conceitos relevantes. Primordialmente, salienta-se o significado de ciclo: “espaço de tempo durante o qual ocorre e se completa, com regularidade, um fenômeno ou um fato, ou uma sequência de fenômenos ou fatos”<sup>5</sup>.

A partir desta abordagem, cabe definir qual é a “sequência de fenômenos” que configuram um ciclo econômico. De uma forma genérica, um ciclo é composto por dois momentos: contração e expansão econômica. Em um momento de contração, passa-se de um pico até chegar-se ao vale, intervalo **a**, na Figura 2, a seguir. Na expansão passa-se por dois momentos, sendo o primeiro o da recuperação (**b**), na qual a economia progride do vale até o nível do pico anterior, e em seguida, até o que se configura como próximo pico, supostamente superior ao anterior, intervalo **c**, abaixo.

Figura 2 – O Ciclo Econômico Genérico.



Fonte: Lorrain e Sachs(2006, p.555), modificada pelo autor.

<sup>5</sup> Conforme o dicionário Houaiss, versão eletrônica em CD-ROM.

Conforme Lima (2005, p. 7), baseando-se na “natureza dos trabalhos propostos”, se podem separar em dois grupos os estudiosos de ciclos econômicos: os estatísticos econômicos e os “economistas que se preocupam de forma puramente teórica”. Para o primeiro grupo, o objetivo é explicar as “flutuações efetivamente observadas”. São análises balizadas em dados observados. Já no segundo grupo, conforme Lima (2005), há de se destacar duas tradições: as teorias de ciclo de causa endógena e as de causa exógena.

As teorias da primeira tradição veem fatores da economia real como determinantes de ciclos econômicos, como flutuações na demanda agregada e a instabilidade dos investimentos privados. São os teóricos que consideram como intrínseca ao capitalismo a existência de ciclos econômicos. Já para os economistas da segunda tradição, esses ciclos são causados por fatores externos, denominados choques exógenos. A principal referência deste grupo é sem sombra de dúvida Schumpeter (1939), cuja obra trata do choque tecnológico como fator propulsor do capitalismo. As teorias monetárias de ciclo econômico se encontram também nesta tradição

### 1.3.1. Evolução Teórica

Conforme Knoop (2004) pode-se afirmar que diversos autores de ciclos econômicos foram relevantes na medida em que salientaram, alguns mais, outros menos, pontos importantes para que, posteriormente, surgisse a teoria de ciclos econômicos promovida por Keynes, mesmo que até a crise de 1930 as teorias de ciclos econômicas fossem “ingênuas”, insuficientes, trazendo apenas alguns dos fatores tidos como determinantes do ritmo e do ciclo da atividade econômica.

Essas primeiras teorias do ciclo econômico focavam, como não poderia deixar de ser, na atividade agrícola. A teoria do ciclo (mancha) solar de Jevons (1878), a dos choques de oferta agrícola de tipo “Cobweb”, retratada em Kaldor (1934) e o modelo de Malthus (1798), são algumas das principais propostas na tradição exógena. Nas duas primeiras dessas teorias nota-se a presença das expectativas desempenhando um papel chave.

Posteriormente, a importante teoria do subconsumo de Hobson (1922) é apresentada. Tratando de demanda, é evidente a atenção que o autor sugere a este estudo, sendo Knoop um economista da escola keynesiana. Conforme a hipótese de Hobson:

“...growth in the production of goods within an economy would outpace the growth rate of consumption. Without adequate aggregate demand to absorb these goods, chronic overproduction would exist, which would threaten future economic prosperity and create business cycles.” (KNOOP, 2004; p. 31).

Portanto, quedas na demanda agregada seriam a causa primária de ciclos econômicos. Foi apresentado por Hobson o papel da política fiscal (posteriormente objeto de estudo, novamente, da teoria keynesiana) em evitar a queda no consumo. Inclusive programas governamentais de transferência de renda são citados por Hobson, como ferramenta de política para suavizar os ciclos econômicos, assim como programas de aumento de gastos do governo.

A teoria das margens de lucro pode ser citada como portadora de aspectos similares à teoria keynesiana dos ciclos econômicos. Os economistas desta abordagem defendem novamente o papel das expectativas, desta vez sob o aspecto de economias de mercado imperfeito, nas quais os ganhos de escala associados ao investimento. A explicação para o ciclo econômico causado por oscilações nos investimentos é assim apresentada:

“During good times, rising profit margins increase **expected** profits and encourage firms to undertake investment projects. However, these projects do not immediately increase the capital stock and capacity. In the meantime, as the economy approaches full capacity, costs begin to rise and profit margins begin to fall. Falling profit margins reduce **expected** profits and reduce a firm’s likelihood of undertaking new investment projects, eventually turning an expansion into a contraction.” (KNOOP, 2004, p.32, grifos meus)

Knoop referencia ainda a teoria clássica, para a qual não há um evento chamado ciclo econômico, uma vez que para esta vertente teórica a informação é sempre perfeita, em mercados perfeitamente competitivos, em equilíbrio.

A ideia de que as diferentes teorias do ciclo econômico acabaram contribuindo, cada uma a sua maneira, para a formação daquela denominada teoria keynesiana do ciclo econômico, é defendida por Knoop (2004), desde a incorporação de expectativas à produção, no modelo de Jevons, passando pelas teorias monetaristas, de subconsumo e respectiva política fiscal, até os teóricos das margens de lucro, que incorporam mercados imperfeitos e a mobilidade de capitais.

Para Knoop, a teoria do ciclo econômico expressa pela Teoria Geral de Keynes tem como fator central as expectativas. A fase recessiva do ciclo tem início com uma queda na confiança nos negócios assim como em investimento especulativo. Esse comportamento causaria uma queda nas ações e também na demanda por bens de investimento. Conforme exposto na seção anterior, na economia keynesiana uma queda na demanda por investimento configura uma consequente queda na renda, e via seu efeito multiplicador, leva as famílias a reduzirem seus gastos. Desta forma, a demanda agregada, constituída pelo consumo das famílias, consumo do governo e investimento (além das exportações líquidas), se vê reduzida.

Com esta queda na demanda agregada, ocorre também a queda no nível de preços. Consequentemente, o salário real está maior, uma vez que há rigidez de salários neste modelo. Desta feita, supõe-se que as firmas reduzam custos por meio de demissão, o que leva a oferta agregada a se contrair, conduzindo a economia à recessão.

A partir disso, enfatiza-se que este trabalho trata os ciclos econômicos como característica intrínseca do capitalismo, de acordo com a classificação de Lima (2005) exposta anteriormente, com formação basicamente endógena, mas com certa influência exógena, conforme exposto nas seções do terceiro capítulo desta monografia. Em particular, as crises financeiras desempenham um papel fundamental nas flutuações macroeconômicas, e precisam ser discutidas de forma detalhada.

#### 1.4. AS TEORIAS DAS CRISES FINANCEIRAS

Como definiu Kindleberger (2000, p.5), “é difícil que haja, na literatura econômica, um assunto mais convencional do que crises financeiras”. Apesar disso, não há uma teoria que seja capaz de se tornar unânime entre as diferentes vertentes de economistas, no que se refere às causas e soluções das crises financeiras. As diferentes escolas da ciência econômica apontam diferentes motivos para a ocorrência destes fenômenos. Novamente, recorrendo-se a Kindleberger (2000, p.5), “apesar de ser difícil definir uma crise financeira, é possível facilmente reconhecê-la”.

Gabriel (2013) ilustra esta ampla possibilidade ao sugerir diferentes interpretações aos eventos que desencadearam na crise do *subprime*:

“uma interpretação pós-keynesiana em Kregel (2009), uma interpretação neo-schumpeteriana em Perez (2009), uma interpretação marxista em Brenner (2009), uma interpretação de transição sistêmica em Arrighi (2009) e uma interpretação com foco nos desequilíbrios internacionais em Wade (2009)”. (GABRIEL, 2013, p. 2)

A ortodoxia prevê o auto-equilíbrio da economia na ausência de intervenções do Estado e de estruturas de mercado imperfeitas e, portanto, a literatura desta corrente econômica lida de forma contida a respeito das crises financeiras. Segundo Katz (2011), os economistas ortodoxos definem as crises financeiras como reações do mercado a uma política pública mal calibrada, a partir da qual os bancos facilitam o crédito para tomadores de empréstimos que não têm condições de cumprir com suas obrigações. Da mesma forma, Gabriel (2013, p. 2) afirma que “As Escolas Austríacas e de Chicago, bem como o mainstream tendem a culpar a ação do Estado, seja por meio da política monetária... para explicarem a origem de eventos desestabilizadores sobre a economia”.

Ainda a respeito da teoria neoclássica, Gontijo (2009) aborda as impressões de importantes economistas desta vertente em relação às crises econômicas, ainda que saliente ser “difícil explicar rupturas a partir de abordagens que assumem que o sistema econômico esteja permanentemente em equilíbrio”. Segundo o autor, Adam Smith condiciona às práticas dos banqueiros a ocorrência de crises:

“Seja como for, para Smith (...) as crises gerais, em última instância, somente se explicam por erros por parte dos banqueiros, sendo, assim, evitáveis desde que os bancos se atenham às práticas financeiras corretas. A relação de dependência entre as crises e o crédito, identificada por Smith, tem sido um traço marcante das explicações (...) das crises financeiras... “ GONTIJO, 2013, p. 2).

Embora reconheça o risco de superprodução por parte de um comerciante, conforme Gontijo (2009), Adam Smith confiava em um mecanismo tal qual viria a se estabelecer como a Lei de Say<sup>6</sup>, onde não haveria falta de demanda em caso de superprodução generalizada. Bastaria, portanto, que o crédito bancário não fosse demasiado, que eventuais casos de superprodução não seriam suficientes para levar todo mercado a um nível de produção equivocado.

Gontijo (2009) discute ainda as perspectivas de Irving Fisher e Milton Friedman quanto às crises financeiras. Os dois autores, segundo Gontijo, abordam crises como fenômenos monetários. A oferta de moeda restrita causaria as crises, e o contorno dessas situações seria através de expansão monetária. Gontijo cita ainda a obra de Friedman, *A Monetary History of United States*, na qual a depressão de 1930 é caracterizada como “uma depressão normal e de curta duração que foi convertida numa grande onda contracionista em termos de renda e preços pelo colapso do sistema bancário” (Temim, 1976, *apud* Gontijo 2009, p 3).

A escola neoclássica entende as crises como oriundas de falhas temporárias de mercado. Algumas dessas falhas são: “informação assimétrica, problemas de agente-principal e *moral hazard*, que considerados conjuntamente, podem ser responsáveis pelo colapso do sistema financeiro”(Hefferman, 2003, p. 368, *apud* Gontijo 2009, p.6). Esse conjunto de fatores traria um componente de menor previsibilidade ao mercado, e seriam os responsáveis pelas crises em situações de ocorrência dos mesmos. Campos e Chiarini (2014, p. 296) afirmam que esta teoria “sustenta que a crise econômica é um evento anormal, excepcional e transitório, supondo um modelo de equilíbrio geral onde o sistema é regular e previsível”.

---

<sup>6</sup> Uma vez que não havia ainda o termo “Lei de Say”, sendo este posterior à obra de Adam Smith.

Ainda sobre a escola neoclássica, segundo Alves Júnior, Ferrari e Paula (2001), pode-se dizer que esta vertente trabalha com a hipótese dos mercados eficientes. Tanto na hipótese de fortemente eficiente, quanto na de mercados fracamente eficientes, os investidores irracionais são eventualmente extintos em um mercado eficiente. Para os autores, mesmo que haja o reconhecimento da possibilidade de bolhas especulativas na teoria neoclássica, esse fenômeno não é uma característica do mercado eficiente. Assim, no momento em que ocorre a bolha, o mercado é ineficiente.

“... caso em que os mercados deixam de ser eficientes. Bolhas são vistas como situações nas quais os preços dos ativos são inconsistentes com seus valores fundamentais (...). As diferenças eventuais entre os preços de mercado dos ativos e os seus valores fundamentais só podem aparecer como resultado de comportamentos irracionais dos operadores de mercado.” (ALVES JÚNIOR, FERRARI e PAULA, 2001, p. 5)

Com relação às abordagens não convencionais, Gontijo (2009) traz uma interpretação da crise financeira na perspectiva keynesiana. Conforme o autor, Keynes faz uma “conexão” entre as expectativas e as crises financeiras, reconhecendo as últimas como um momento do ciclo econômico. Nas palavras de Keynes, “a explicação mais normal para crises” é o “repentino colapso da eficiência marginal do capital”, ainda que a “elevação da taxa de juros como resultado do aumento da demanda por moeda possa representar um papel no agravamento da crise ou até mesmo no seu desencadeamento”. O autor inglês salienta ainda o que seria uma sequência para os acontecimentos que implicam na crise, pois “a preferência pela liquidez aumenta após a deterioração da eficiência marginal do capital”.

É possível organizar o pensamento de Keynes com respeito às crises da seguinte forma: em um momento de expansão do ciclo, existem “expectativas otimistas” em relação ao rendimento futuro dos bens de capital nos quais se investe neste estágio. Neste ponto, portanto, a eficiência marginal do capital é satisfatória. Até que “a desilusão chega”, pois “surgem dúvidas (...) à medida que os estoques de bens duráveis produzidos recentemente aumentem regularmente” e, “uma vez surgida, a dúvida propaga-se rapidamente”, fazendo com que os investimentos se

manifestem em um cenário já mais incerto. Havendo a noção de inversão da eficiência marginal do capital, conforme a perspectiva de Keynes quanto ao mercado financeiro, “cuja natureza é de que quando a decepção advém (...) as cotações despencam em movimento súbito ou mesmo catastrófico”, e então ocorre “um forte aumento da preferência pela liquidez e conseqüentemente, uma elevação da taxa de juros”, quadro no qual se agrava “seriamente o declínio do investimento”<sup>7</sup>.

Por fim, apresenta-se a abordagem histórica de Kindleberger (2000) para definirmos aspectos relevantes das crises financeiras. Salienta-se, todavia, que a obra de Kindleberger está muito fundada nos conceitos de Keynes (recém-expostos) e também nos de Hyman Minsky (cuja teoria em relação à HIF é analisada no próximo capítulo). Sumariamente, o modelo de Kindleberger gira em torno de cinco elementos que, em sequência, causam a crise financeira, podendo ou não desencadear uma crise econômica, na medida em que o distúrbio do mercado financeiro alcance efeitos na economia real das nações envolvidas. Segundo o autor, crise financeira é o que ocorre no *boom* e o subsequente *crash* do ciclo, “lidando somente com a parte do ciclo que cobre a alta final e a recessão inicial”.

As fases que configuram a crise seriam, portanto, as seguintes: o desordenamento (tido como um “choque exógeno, exterior ao sistema macroeconômico”), que dê origem a uma euforia, caracterizada como uma fase de aumento (*boom*) substancial de investimento em algum (ou mais de um) setor da economia. Passado algum tempo (que varia em cada crise, sem que haja um intervalo tido como padrão), esta euforia trará dificuldades financeiras, tanto comerciais quanto em relação aos financiamentos. Após o estabelecimento destas dificuldades, Kindleberger (2000) aponta a possibilidade do pânico e da quebra (*crash*). Aqui, usa-se o termo possibilidade, pois, conforme Kindleberger, nem toda fase de *boom* desencadeará necessariamente uma crise, ainda que toda crise seja, na visão do autor, antecedida por um *boom*.

No próximo capítulo a teoria de Hyman Minsky, assim como a abordagem de Richard Koo são apresentadas, de modo que seus principais elementos são aprofundados, para que, em seguida, seja feita uma comparação entre ambas.

---

<sup>7</sup> Trechos de Keynes (1996, pp. 295 e 296).



## 2. AS CRISES FINANCEIRAS NAS VISÕES DE HYMAN MINSKY E RICHARD KOO

Apresentados os aspectos teóricos relevantes para a questão central deste trabalho, numa perspectiva teórica de desenvolvimento do assunto aqui tratado, trata-se agora da análise das duas teorias que se configuram como foco desta monografia. Primeiramente, é discutida a abordagem de Hyman Minsky<sup>8</sup> à ocorrência de crises financeiras associadas a recessões e depressões: a Hipótese da Instabilidade Financeira. Posteriormente, o estudo de Richard Koo sobre certos tipos de crises financeiras, denominada como Recessões de Balanço, é apresentado.

Minsky foi autor de larga obra, com publicações datando dos anos de 1950 até o ano de sua morte, 1996. Com o desenrolar dos diferentes acontecimentos financeiros na economia norte-americana, segundo Lourenço (2006), a estruturação da HIF foi sendo moldada e estruturada, em resposta a esses eventos. O que poderia ser visto como falha, uma teoria que necessita de constante atualização é, na perspectiva de Lourenço (2006), uma virtude:

“se o objeto (economia capitalista) é uma contradição em processo que revoluciona incessantemente suas próprias bases, uma teoria adequada a esta natureza precisa ser capaz de metamorfosear-se; plasticidade, enfim, é robustez.” (LOURENÇO, 2006, p. 470).

Apesar desta característica evolutiva e que apresenta capacidade de “metamorfosear-se”, há elementos centrais na HIF, constantes em suas diferentes fases. Sob esta ótica, os “elementos invariantes” configuram a teoria “robusta”, como explicitado acima.

Já a teoria da RB de Richard Koo é mais recente. Além disto, Koo não é um economista do meio acadêmico e, desta forma, sua produção intelectual é mais restrita. De qualquer forma, o autor se propõe, ao expor suas ideias, a contribuir com

---

<sup>8</sup> A versão da HIF apresentada nesta monografia pressupõe uma economia fechada, não levando em conta o setor externo.

a incorporação de novos conceitos à teoria econômica. Para Koo, da mesma forma como Keynes propôs a modificação do paradigma à sua época ao introduzir o conceito de demanda efetiva, deve-se, neste momento, aceitar que as empresas se comportam de maneiras distintas, como o *yang* e *yin* da cultura japonesa, conforme a solvência de seus balanços patrimoniais, passando de objetivar a maximização dos lucros para a busca pela minimização da dívida. No momento em que as companhias alteram seu objetivo primordial, as propostas de políticas voltadas ao setor privado precisam, segundo Koo, prever esse comportamento diferenciado, uma vez que as respostas a essas políticas serão distintas para cada estágio em que se encontram as empresas.

O trabalho de Koo busca explicar a crise imobiliária japonesa dos anos de 1990. Com o desenvolvimento da crise do *subprime*, o economista sugere que os Estados Unidos façam uso da experiência japonesa de recuperação daquela crise, para que as políticas econômicas sejam corretamente implementadas, levando em consideração, portanto, um comportamento alternativo do setor privado: a busca pela minimização de seu débito.

Com o intuito de determinar semelhanças entre as teorias de Minsky e Koo, buscando pontos comuns que expliquem o fundamento econômico que determina a eclosão de crises e flutuações cíclicas, além de evidenciar o papel chave que a alavancagem apresenta nessas teorias, assim como as propostas de políticas econômicas para a solução das crises, parte-se então para a exposição teórica da HIF e da RB.

## 2.1. A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA

A estabilidade desestabiliza. Esta frase pode ser considerada o ponto de partida para a teoria de Hyman Minsky. Segundo o autor norte-americano, a economia capitalista tende, de modo inerente, a mudar de um estado mais seguro para um seguinte que apresenta mais riscos. Momentos de “tranquilidade” são, conforme Minsky, seguidos de ruptura desta tranquilidade, sistematicamente. E é no

momento de ruptura que se estabelecem as crises financeiras e as flutuações na atividade econômica.

Segundo Lourenço (2006), a HIF sofreu modificações conceituais ao longo do tempo, conforme as percepções de Minsky em relação aos fatos econômicos na medida em que esses se sucediam. Da mesma forma, Bahry e Gabriel (2010, p. 29) enaltecem a “adaptabilidade da HIF das economias de mercado às mudanças do marco regulatório e institucional pelo qual passa o modo de produção capitalista”.

Minsky discute o importante papel desempenhado pela possibilidade de criação endógena de dinheiro pelo sistema financeiro. Este ponto, conforme o autor, não foi corretamente abordado pela teoria monetarista e nem mesmo a keynesiana:

“In both (...) the financial structure is represented by ‘money’. Monetarists use money as a variable that explains prices and Keynesians use money as a variable that affects aggregate nominal demand, but in both money is an outside variable; the amount of money in existence is not determined by internal processes of the economy.” (MINSKY, 1982a, p.17)

Com a possibilidade de criação endógena de dinheiro, na visão de Minsky, o sistema financeiro se estabelece como uma entidade com um importante papel em uma economia capitalista. Desta forma, faz jus a uma análise adequada de seu funcionamento, que o coloque como fator chave, inclusive como um dos determinantes dos rumos possíveis da economia, na medida em que a ocorrência de crises financeiras é uma característica inerente ao capitalismo<sup>9</sup>.

Mais precisamente, a maneira como as diferentes atividades produtivas são financiadas devem ser consideradas, uma vez que “*investment decisions, investment financing, investment activation, profits and commitments to make payments due to outstanding debts are linked*” (Minsky, 1982a, p.17). Ou seja, o investimento depende largamente do mercado financeiro. Sendo o ritmo de investimento um componente tão decisivo na trajetória de uma economia, o mecanismo que o possibilita também passa a usufruir desta importância.

---

<sup>9</sup> Na teoria de Hyman Minsky o sistema financeiro da economia desempenha um papel significativo. Segundo Cunha e Prates (1999), porém, o modelo de crise de Minsky não se aplica, necessariamente, às economias com mercado financeiro incipiente.

### 2.1.1. A Decisão de Investimento

Conforme Deos (1998) e Gabriel (2013), a decisão quanto a efetuar o investimento, na visão de Minsky, está baseada na comparação entre dois conjuntos de preços: o preço de oferta ( $p^i$ ) versus o preço de demanda dos bens de capital ( $p^k$ ) “incorporando a estes (...) os custos do financiamento” (Deos, 1998, p. 40). O preço de oferta dos bens de capital é formado por quatro fatores: a taxa de salários, a taxa de juros, a produtividade e o *mark-up* aplicado sobre os custos. O preço de demanda dos bens de capital é igual ao valor presente do retorno esperado dos ativos de capital. Quando o preço de oferta for menor ou igual ao preço de demanda, há o investimento.

Para possibilitar a aquisição dos bens de capital, para que seja executado o investimento, é preciso financiar esta operação. E são três as possibilidades de obtenção desse financiamento: recursos líquidos, ativos financeiros e disponibilidades da firma (dinheiro em caixa); os fundos internos, que consiste no “fluxo de lucros brutos gerados durante o período de investimento”; e os recursos externos, obtidos via empréstimos de entidades financeiras ou através da emissão de debêntures e semelhantes. Ainda, segundo Deos (1998, p. 41), “para Minsky, o financiamento externo do investimento é uma característica marcante de nossa economia”.

Ao passo que há uma tendência de que seja através do financiamento externo que se obtenha o montante dispendido no investimento, surgem dois tipos de risco observados por Minsky.

“Um deles é o risco do devedor, que advém da dúvida que o empresário tem de realmente realizar os ganhos esperados de um investimento, e do fato de que, à medida que o volume de investimento aumenta, há um aumento na concentração de ativos da empresa sob a forma de capital físico, elevando o risco do portfólio em função da redução da diversificação e crescimento da imobilização. O outro é o risco do credor, que tem origem em problemas como risco moral ou desapontamento de expectativas, ou seja, agrega o impacto do crescente endividamento para financiar o investimento”. (GABRIEL, 2013, p. 8)

Minsky define que a perspectiva saudável de uma economia a leva a um comportamento mais “arriscado”, entenda-se menos exigente em garantias, fazendo com que novas dívidas venham a ser tomadas, sem que a capacidade de pagamento das mesmas seja corretamente estimada, afetando de forma negativa, portanto, a estrutura geral do balanço financeiro das entidades, na perspectiva da estruturação de suas dívidas. Este comportamento arriscado ocorre, com a obtenção de empréstimos com maiores facilidades, com a contraposição de garantias cada vez menos exigentes, ainda que haja o “óbvio desejo de os emprestadores protegerem seu capital” (Minsky, 1982a, p. 17).

Neste sentido, Minsky (1982a) define três posturas financeiras em relação à dívida: *hedge*, especulativo e *Ponzi*. Estas definições abrangem os diferentes agentes da economia, podendo referenciar a postura das firmas, das famílias e do governo.

A denominação *hedge* refere-se a uma unidade que tem como expectativa cobrir o serviço da dívida com seu fluxo de caixa. Ou seja, o lucro esperado por uma empresa *hedge* é considerado suficiente para cumprir os pagamentos acordados, ainda que de fato seja desconhecido. Segundo Minsky (1982a, p. 25), o acordo entre o prestador e aquele que solicita o empréstimo tem como base um “limite inferior” da lucratividade futura do solicitante.

Este limite inferior sim é tomado como “certo”, e a partir dele o valor presente de um fluxo de caixa descontado à taxa de juros contratada é maior do que a despesa gerada pela dívida. Ainda, uma empresa *hedge* não tem sua solvência financeira relacionada à “saúde” do mercado financeiro, apresentando ativos de maior valor comparativamente ao passivo. Sua condição de falência, portanto, estaria ligada à ocorrência de uma “diminuição de receitas, deixando-as insuficientes para cobrir seus custos e compromissos” (Minsky, 1982a, p.26).

Para uma família, os salários líquidos seriam a fonte satisfatória ao acordo, assim como um governo contaria com a receita fiscal. Resumidamente, as fontes “primárias” de rendas de certos agentes excedem a obrigação de pagamento adquirida, “em todos os períodos que tenham que ser atendidos”

Especulativo é o grau de dívida conferido a uma empresa ou agente quando os primeiros termos do fluxo de caixa esperado para o lucro da entidade são

menores do que a respectiva exigência de pagamentos, ainda que a soma do valor presente do fluxo de caixa da receita seja maior do que o da despesa. Neste tipo, portanto, o “limite inferior” com que conta o tomador de empréstimo é sabidamente insuficiente se confrontado com alguns dos pagamentos a serem realizados. A operação destas é possível mediante o financiamento de empréstimos de curto prazo para financiar os pagamentos que excedam a renda.

Diferentemente da estrutura *hedge*, portanto, uma unidade especulativa é sensível à taxa de juros. Se ela aumentar, o custo do financiamento dos empréstimos que cobrem a diferença entre as obrigações “originais” e o fluxo de receitas relacionado anteriormente será maior, o que pode deixar a “fase lucrativa da empresa” mais distante.

As finanças estabelecidas no esquema *Ponzi* estão em situação descoberta. Não há expectativa, neste modo, de cobrir nem mesmo os juros da dívida através do fluxo de renda gerado. Assim, sua solvência pressupõe a valorização do ativo para a cobertura do acordo. Cabe destacar, conforme Gabriel (2013, p. 9), que apesar de as últimas duas estruturas necessitarem de “empréstimos adicionais para realizar seus compromissos. (...) o montante que a unidade especulativa necessita é menor que sua dívida vincenda, enquanto a unidade *Ponzi* amplia suas dívidas.”

Quando uma economia está baseada em operações de crédito do tipo *hedge*, portanto, as operações de financiamento são consideradas sólidas. À medida que a proporção for maior para os tipos especulativo e *Ponzi*, teremos uma economia menos segura, sujeita à dificuldade de manutenção de posições a partir do momento em que algum desordenamento impacta de maneira contundente, fazendo com que o *default* de um empréstimo instaure uma reação em cadeia, que conduza, possivelmente, à crise financeira.

### 2.1.2. A Crise em Minsky

A ocorrência de crises financeiras na teoria de Hyman Minsky está ligada ao surgimento da “bolha” em ativos financeiros. A ocorrência da bolha, no entanto, é

condição necessária, não sendo suficiente: há a possibilidade de que sua ocorrência não cause uma crise. Assim mesmo, conforme Gabriel (2013), a bolha acontece na fase “eufórica” do ciclo econômico, ou ainda, no *boom*.

Segundo Dymski (1998, *apud* Oreiro 2001, p. 27), uma bolha “se constitui numa situação em que a relação entre o índice de preços dos ativos financeiros (...) e o índice de custos de produção dos bens de capital aumenta continuamente”. As bolhas ocorrem devido “ao aumento cumulativo do ‘estado de confiança’ e a redução da preferência pela liquidez dos agentes econômicos”.

Conforme exposto anteriormente, é no momento em que a economia está “tranquila” que a formação de uma bolha pode se iniciar. Conforme Oreiro (2001), na medida em que uma economia se encontre estabelecida em maior proporção em dívidas do tipo *hedge*, os compromissos acordados serão cumpridos. Esta situação leva ao dito “aumento do estado de confiança”.

Em consequência a este fenômeno, cresce na economia a oferta de crédito, uma vez que os contratos estão sendo honrados, e há um incremento na expectativa do ofertante de crédito, “contaminada” pelo desempenho atual na economia. No que concerne às firmas, segundo Oreiro (2001), o aumento do investimento leva a aumento da renda e dos lucros, fazendo com que os encargos das dívidas sejam cumpridos. Da mesma forma, as expectativas são confirmadas, inclusive “superando os resultados esperados”.

Ocorre melhoria do “estado de confiança” também para as famílias, conforme Oreiro (2001), ocasionando, primeiramente, aumento da propensão ao consumo, e em segundo lugar, a redução da preferência pela liquidez das famílias, aumento suas “disponibilidades quanto ao investimento de sua riqueza financeira em ações”.

Como se pode notar, os bancos estão otimistas (contratos e prazos sendo cumpridos), as firmas estão otimistas (investimentos maiores causando maiores rendas e lucros), assim como também as famílias (aumento da renda e emprego, já que as firmas estão “bem”). Mais um fator da economia, decisivo na abordagem de Minsky, ainda irá ter “suas” perspectivas superadas: o mercado financeiro.

Neste ponto, duas características deste componente demonstram a maneira através da qual a “tranquilidade” toma forma de “euforia”. Um mercado com novos compradores tem como consequência a valorização. Essa valorização causa nos

operadores do mercado o aumento da expectativa, pois, segundo Oreiro (2001, p. 29), a valorização faz com que “os indivíduos acreditem que o comportamento corrente do preço das ações irá se manter no futuro próximo, induzindo-os a comprar ações com base na expectativa de valorização das mesmas”.

A outra característica salientada por Oreiro (2001, p.29) é que há no mercado financeiro a tendência de “imitar o comportamento médio prevalecente (...) de forma que um movimento inicial de compra de ações pode levar um número crescente de indivíduos a fazer o mesmo (...) caracterizando a ocorrência de uma bolha”.

Observa-se, portanto, que partindo de uma economia em estado estável, denominado “tranquilo” por Minsky, chegou-se à formação de uma bolha no mercado financeiro.

Ao se mencionar o aumento da oferta de crédito, anteriormente, chega-se ao ponto que Kindleberger (2000), utilizando a teoria de Minsky, assinala como as oportunidades de lucro oriundas de um “desordenamento”. Como se nota, portanto, este desordenamento é a modificação da estruturação típica da economia: de majoritariamente *hedge* passando a ter maior proporção as do tipo especulativo e *Ponzi*.

Essas oportunidades se dão com o surgimento de novas instituições provedoras de crédito, como novos bancos, ou até mesmo com o desenvolvimento do crédito pessoal, “fora do mercado financeiro”, segundo Kindleberger (2000). Este mesmo autor expõe o conceito de *overtrading*, que como a tradução mesmo sugere, é uma comercialização em excesso, “maior do que a média histórica”, que aconteceria pela busca do aumento do preço do ativo, gerando ganho de capital especulativo e não para uso de fato nem por renda futura.

O *overtrading* ocorre em momento de euforia, no qual a demanda por dinheiro é considerada pequena, em comparação à expectativa de ganho. Aí o processo de alavancagem se desenvolve, de forma repetida ao longo da história, e é nesse momento que as operações são feitas com menores requisitos de garantias, levando o sistema a estabelecer relações do tipo especulativas e *Ponzi*. De forma irônica, Galbraith afirma que:

“Os fundos fechados de investimento da United Founders Corporation, da Goldman Sachs, e de muitos outros empreendimentos semelhantes foram



especialmente celebrados por sua genialidade na descoberta e uso da alavancagem financeira.” (GALBRAITH, 1992. p.55)

O anseio por especular gera uma demanda efetiva por mercadorias e ativos, que gera um excesso de demanda. Assim os preços aumentam e surgem as novas oportunidades de lucro. Desenvolve-se, portanto o *overtrading*, gerando mais compras, aumento da renda e riqueza pelos primeiros compradores (que valorizaram suas posses nessas novas compras), e configura o efeito demonstração, originador do *boom* econômico.

A partir deste momento, os “*insiders*” fecham suas posições, realizando seus lucros, gerando hesitação no mercado. Assim os preços se estabilizam e as incertezas se estabelecem, criando dificuldades de pagamento (uma vez que não há o lucro esperado). Kindleberger estabelece que neste momento o medo de corrida pela liquidez acontece e há declínio de preços. A partir deste ponto desenvolve-se o pânico. Os especuladores vendem suas posições, em massa. Com declínio de preços há problemas de cumprimento de contratos, gerando inadimplência e falências de bancos. Ocorre o descrédito, no sentido de falta de confiança para novos lucros, e a oferta de crédito se reduz. Sem aumento de liquidez, as liquidações são cada vez a preços menores, que gera então o pânico, com liquidez extremamente reduzida e alto grau de incerteza no processo econômico.

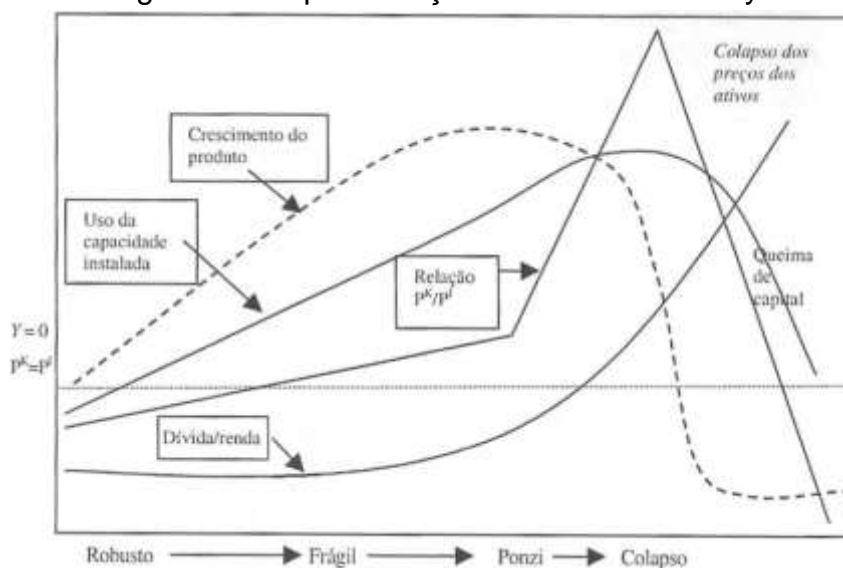
Como Galbraith (1992, p.59) ilustrou, a respeito da Grande Depressão: “O Grande Colapso forçou inocentes do mercado a vender seus bens pessoais... em busca de dinheiro vivo”, citando um episódio em que um homem vendeu seu carro por cem dólares, apesar de o preço de tabela ser de até quinze vezes este valor, estando, portanto, em busca de liquidez.

Para contornar o problema do pânico, surge a importância do prestador de última instância (EUI). Caberia ao banco central a função de prover a liquidez que some do sistema financeiro num momento conturbado como o exposto anteriormente. Ainda, numa tentativa de promover a manutenção da demanda, possibilitando às empresas que cumpram suas obrigações, emerge a figura do governo, fazendo uso da política fiscal para promover a estabilidade ao sistema.

Na Figura 3, a seguir, apresenta-se uma “representação estilizada”, proposta por Dymski (2004, p. 407-408 e 438). Nela pode-se observar a evolução da

economia de uma situação “robusta” até o “colapso”, recém exposto. As transições são os três tipos de estruturação de Minsky, seguidos pela deflagração da crise, num quarto estágio. Pelo gráfico, nota-se que enquanto a relação dívida sobre a renda não aumenta, não se parte de uma situação segura à frágil, sendo este o momento denominado por Minsky como “tranquilo”. Entretanto, o contínuo aumento da capacidade instalada “obriga as empresas a contraírem dividas (...) perante expectativas eufóricas”, ao mesmo tempo fazendo a relação  $p^k/p^i$  (preço de demanda sobre o preço de oferta) crescer abruptamente (formação da bolha), levando a economia da fase frágil para a estruturada em *Ponzi*. Como descrito, este movimento é uma reação intrínseca na economia, onde os agentes estão sob efeito de expectativas demasiadamente otimistas, alimentadas pelos primeiros resultados satisfatórias dos investimentos iniciais (no período de “tranquilidade”). A inversão da expectativa, uma vez que os fluxos de caixa não se confirmam mais como o esperado anteriormente, estabelecendo um problema de balanço patrimonial ilíquido, com sobreinvestimento, e dívidas além da receita, há a necessidade de novas dívidas para rolagem dos débitos atuais, que leva a uma busca por liquidez e oferta de ativos das companhias, deflagrando a crise na economia (último estágio da figura abaixo).

Figura 3 – Representação da Crise de Minsky



Fonte: Dymski, 2004, p.438.

### 2.1.3. O Emprestador de Última Instância

Na teoria de Minsky, caberia ao banco central prover a liquidez ao sistema financeiro que experimente crescente inadimplência por falta dessa liquidez, evitando que essa situação deflagre uma crise financeira. Conforme exposto, existe a tendência da mobilidade de uma economia estruturada em termos *hedge* em direção a uma mais frágil. Isto confere um aumento na possibilidade de surgimento de uma crise financeira no momento em que os agentes se desfazem de suas posições na tentativa de honrar seus compromissos, já que devido a não observação dos lucros esperados ocorre a rápida inversão das expectativas, causando a busca pela volta da liquidez de seus balanços.

O banco central seria, portanto, o “*Big Bank*”. Quando julgasse necessário, promoveria o aumento da liquidez aos bancos comerciais, para que estes possam manter a provisão de empréstimos ao setor privado, evitando assim a irrupção de *defaults* na economia.

Kindleberger (2000), ao analisar a figura do EUI promove questionamentos quanto à postura ideal a ser tomada por tal entidade. Ao analisar um histórico de crises financeiras, Kindleberger aponta que determinar quem seria o EUI, quando ele opera, a quem ele socorre, e com que volume de injeção de liquidez, são questões levantadas em cada oportunidade.

A institucionalização do banco central como EUI é defendida por Minsky. O “tempo correto” de operar assim como “a quantidade”, o volume da injeção de liquidez, segundo Kindleberger (2000) é um dilema. Ele aponta que “cedo é melhor que tarde” e que “dada a restrição do crédito no sistema, mais é mais seguro do que menos”. A operação deve intervir somente nas instituições financeiras que não honrarão seus compromissos por falta de liquidez do sistema, de maneira que o banco central assuma as dívidas das companhias e que a partir disso os compromissos destas com as demais sejam cumpridos.

A determinação do banco central como EUI na economia implica, entretanto, no surgimento também de externalidades negativas. A partir do momento em que o mercado tem o banco central como um agente garantidor de crédito ou prestador de última instância, as instituições financeiras teriam uma espécie de seguro quanto

a sua má gestão. Kindleberger (2000, p. 273) afirma que “socorrer hoje instituições mal administradas aumenta amanhã a má administração.”, configurando o estabelecimento do risco moral.

Minsky (2010, p. 317) expõe que o comportamento básico de um banco comercial, o porquê de seu funcionamento, é disponibilizar dinheiro a seus clientes. Ainda, “a linha comercial na qual os bancos têm maior vantagem comparativa é o empréstimo, especialmente às empresas.” Este fator faz com que os bancos venham a ter, “sobre um rótulo ou outro”, setores em que a preocupação é somente a de encontrar novos clientes, dispostos a tomar empréstimos desde que apresentando condições ao cumprimento das obrigações.

Quando não há “proteção” do banco central, cabe aos “clientes e ao colegiado” dos bancos a preocupação quanto ao nível de solvência destes. Isso, conforme Minsky, continha o nível de alavancagem dos bancos. Bancos que de alguma forma pareçam, aos olhos do público, rumar à falência, lidarão com a desconfiança e estarão fadados a atravessar dificuldades. No entanto, a partir do momento em que um banco central esteja presente, no sentido de garantir a solvência bancária, o nível de interesse quanto a este fator, por parte dos clientes e gestores, conforme Minsky, cede.

A esse respeito, o autor aponta que “um banco que aumenta sua alavancagem sem afetar de maneira adversa seus lucros por dólar em bens ativos, aumenta sua lucratividade” (Minsky, 2010, p.322). Estando o banco em concorrência com todos outros empreendimentos da economia, no que concerne à obtenção de investimentos de fundos privados através de ações,

“se o ganho por dólar de investimento em negócios comuns é de 15%, forças de mercado competitivas irão expandir ou contrair investimentos na área bancária, na medida em que os bancos ganharem mais ou menos do que 15% sobre o patrimônio acionário.” (MINSKY, 2010, p.322)

Portanto, o mecanismo de EUI, mesmo sendo uma ferramenta que evite a deflagração da crise financeira por iliquidez no sistema financeiro, leva a um comportamento arriscado por parte das instituições bancárias, Neste ponto, cabe a regulação, na tentativa de conter a difusão de tal comportamento, para que, de certo

modo, a sinalização de cura não leve o doente a se expor ainda mais às causas da doença.

A criatividade do setor financeiro, desenvolvendo diferentes métodos de atrair clientes a tomarem empréstimos deve, conforme Minsky, ser seguida pelas autoridades, através de regulação do mercado. A alavancagem também surge como ferramenta do banco para obtenção de maiores taxas de lucro, conferindo maior poder de atração de investimentos através de ações, distribuindo maiores níveis de dividendos, ainda que tornando a operação do banco mais arriscada.

Minsky aborda, adicionalmente a estes aspectos, que a operação do banco central irrigando a economia, ainda que evite a ocorrência da crise financeira, poderá contribuir para um cenário com aumento da inflação. Situação essa que vai justamente de encontro à missão do banco central, de promover o controle do nível de preços. Conforme Minsky (1982a), são esses os “dois chapéus” do banco central: um para contenção do nível de preços, e outro o provedor de liquidez do sistema financeiro na eminência de uma crise financeira.

#### 2.1.4. O “Big Government”

A ideia fundamental, da qual parte a inspiração para a proposição de política governamental de Minsky é a de que “um grande governo, no qual o orçamento se move em direção a um superávit com altos níveis de receita e inflação e a um déficit com baixos níveis de investimentos e receitas, é o mais importante e eficaz estabilizador da economia” (Minsky, 2010, p. 405). A emergência deste, inclusive, é segundo a análise de Minsky a principal força que tirou os Estados Unidos da Grande Depressão de 1930. Aqui se articulam os resultados das crises financeiras, o ciclo econômico e as políticas macroeconômicas.

O governo funcionaria como um mantenedor do nível de lucro das corporações. Promoveria a estabilização do nível de empregos, e a consequente manutenção do nível de renda da população. Através de regulamentação ativa, adicionalmente, teria ferramentas capazes de evitar que as deformidades no mercado financeiro que levam a economia a enfrentar crises financeiras oriundas de

falta de liquidez tomassem forma, de maneira que a necessária intervenção do “*Big Bank*” viesse a ser menos frequente.

Para que a taxa de lucro das corporações mantivessem certo nível, o governo faria uso da política fiscal. Os gastos do governo seriam ampliados, de maneira que não houvesse queda da demanda agregada na economia quando a demanda do setor privado não atingisse um nível determinado, devido à queda da taxa de investimento, que como visto anteriormente, tem em sua variação abrupta a responsabilidade em deflagrar as crises na ótica de Minsky.

Vasconcelos (2014, p. 36) argumenta que além das tradicionais ferramentas de política fiscal e monetária, “*Minsky was an advocate of Government that would enjoy grater tax revenues, and promptly to act in order to achieve surpluses in times of economic growth*”, reafirmando que a gestão fiscal seria bem calibrada, não fazendo o governo produzir déficits sistemáticos, mas sim com arrecadação suficientemente alta, deixando o orçamento robusto, capaz de operar de maneira contracíclica, quando necessário.

Em relação à manutenção do nível de empregos e renda, Minsky propunha o governo como empregador massivo na economia. Segundo Vasconcelos (2014, p. 36), “*Government should be a promoter of a soundness real full employment policy (...) enough to make labor a rare commodity in the market*”. Desta forma, com a valorização da mão de obra, o governo teria melhores condições de erradicar os problemas de desigualdade social e pobreza.

## 2.2. A RECESSÃO DE BALANÇO DE RICHARD KOO

Richard Koo não é um economista acadêmico<sup>10</sup>. Sendo autor de poucas obras, tem em sua principal, *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession* (2008), uma interpretação inovadora a respeito da crise japonesa dos anos de 1990, propondo a teoria da Recessão de Balanço (*Balance Sheet Recession*). Nesta obra, Koo aponta para muitos fatores em comum entre o desarranjo japonês e a Grande Depressão, sugerindo, desta forma, que a crise norte-americana de 1930 foi igualmente uma crise do tipo RB. Outra importante publicação é um artigo de 2011: *The World in balance sheet recession: causes, cure and politics*. Neste, Koo estende o conceito da RB exposto na obra de 2008 à crise do *subprime* e a crise da Zona do Euro.

Como o título de seu livro deixa claro, Koo acredita ter encontrado uma teoria chave, capaz de explicar e propor soluções às grandes crises do capitalismo, configurando-se numa ferramenta de análise macroeconômica importante. Em suas palavras, trata-se de “*A new ‘general theory’ of macroeconomics*”, capaz de conectar a “macroeconomia dos livros-texto” às crises financeiras. Segundo o autor, os livros de macroeconomia retratam a economia somente quando o setor privado se encontra em uma fase *Yang*, enquanto em um cenário de crise do tipo RB o mesmo comporta-se diferentemente, estando em uma fase *Yin*.

Com esta mudança de comportamento, segundo Koo, o papel do Estado deve também ser diferente do “previsto nos livros de economia”, pois as políticas macroeconômicas devem levar em consideração essa postura diferenciada do setor privado. A não percepção da modificação da atitude das famílias e companhias faz com que sejam empregadas políticas equivocadas, ineficazes e ainda possivelmente prejudiciais à já debilitada economia.

O texto de Koo é continuamente ilustrado por gráficos com dados financeiros e macroeconômicos, justificando suas argumentações. Portanto, esta seção

---

<sup>10</sup> Richard Koo é economista da *Nomura Research Institute*, uma organização japonesa de consultoria.

apresenta a teoria da RB assim como os gráficos mais relevantes elaborados por Richard Koo.

### 2.2.1. Características da RB

A perspectiva de Koo a respeito das flutuações da economia gira também em torno da ocorrência de ciclos. O autor verifica que o comportamento das diversas economias se repete, e propõe então sua interpretação para estes movimentos, ilustrados na Figura 4, a seguir. Estes ciclos contemplam as duas fases distintas, expostas anteriormente: Yang (Sol ou luz, em chinês) e Yin (Lua ou sombra).

A fase *Yin* inicia quando uma bolha em algum ativo financeiro estoura e estabelece um problema de solvência no balanço patrimonial das empresas, de forma generalizada. Uma vez que esta situação se faça presente, até que os balanços estejam bem estruturados novamente, as empresas comportar-se-ão de maneira “não explicada nos livros de economia”, buscando a minimização de suas dívidas.

Esta conduta se mantém mesmo num cenário de taxa de juros igual a zero. Este é o motivo, segundo Koo, para que esta teoria não seja encontrada nos “livros convencionais de economia”:

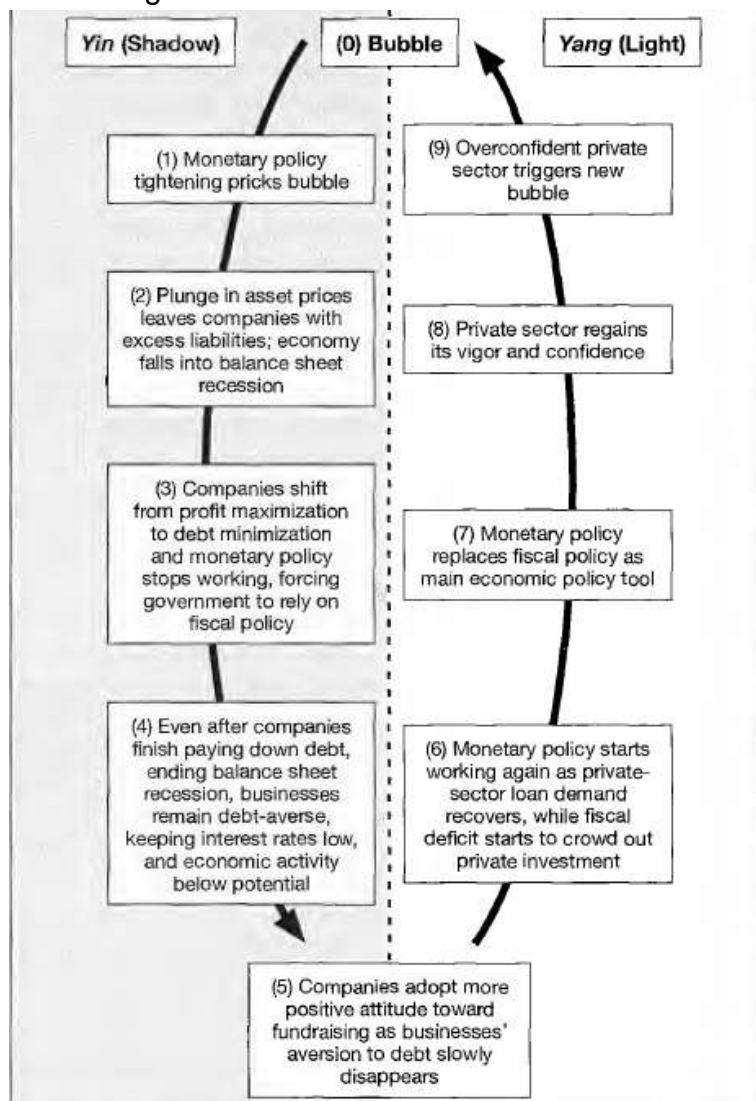
“According to conventional economic thinking, a company that is paying down debt at a time of zero interest rates is a company that cannot find a good use for money even when the cost of funds is zero. Such a firm, which has no reason to remain in business, should fold up shop and return the money to its shareholders...” (KOO, 2008, p. 11).

A proposta de Koo, porém, é que uma empresa nesta situação, apesar de tecnicamente falida, ainda é funcional. Seu estoque ainda pode ser vendido. Seus trabalhadores ainda fazem parte de seu quadro operacional, sendo capazes de produzir e oferecer seus serviços. O fato de o ativo da empresa ter sido severamente atingido não altera a sua possibilidade de obtenção de lucros.



Conforme Koo, entretanto, este lucro não será investido na empresa, e sim, usado para pagamento de suas dívidas (este é o comportamento que define a fase *Yin*), para que, posteriormente, o comportamento padrão (da fase *Yang*) venha a ser novamente o vigente: a busca pela maximização do lucro, assim como “a tomada de risco, com um balanço financeiro consolidado e preços altos de ativos”.

Figura 4 – O Ciclo Econômico de Koo.



Fonte: Koo (2008, p.176), modificada pelo autor.

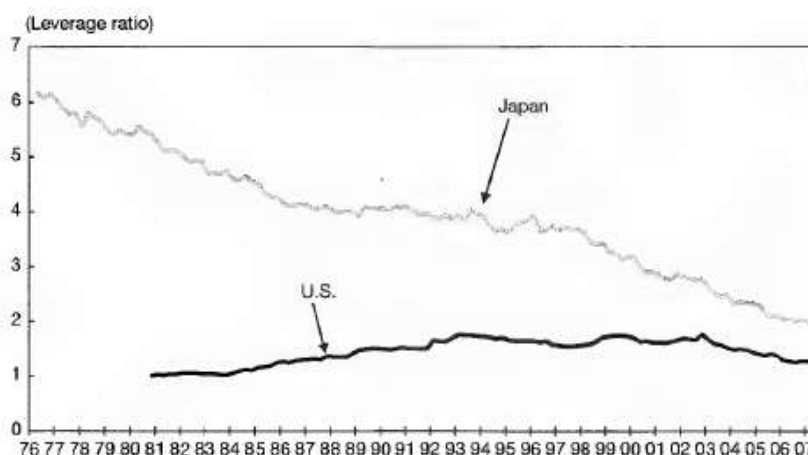
Segundo Koo, uma vez que as firmas não investem (nem com seu fluxo de caixa e nem tomando empréstimos), se estabelece uma falácia da composição: o comportamento individual (correto) da firma, de não absorver mais dívida e buscar minimizá-la para resolver a disparidade de seu balanço, se torna prejudicial na

medida em que todas (ou pelo menos a maior parte) concomitantemente assumam esta postura. Então, conforme Koo, se estabelece uma perda de demanda em dois sentidos, que leva a economia à recessão:

“...businesses are not reinvesting their cash flow, and the corporate sector is no longer borrowing and spending the savings generated by the household sector. This contraction in aggregate demand causes the economy to fall into recession” (KOO, 2008. p. 12-13)

Para descrever o funcionamento de uma crise do tipo RB, tendo como exemplo o caso japonês e tomando como base o diagrama da Figura 4, parte-se do ponto (0): a bolha. Antes de sua crise econômica do início dos anos de 1990 o Japão tinha, logicamente, uma economia aquecida. Koo enfatiza o aumento de empréstimos às empresas em relação ao PIB, alcançando a marca de 85% pouco antes de 1990, assim como o alto nível de alavancagem em comparação à economia norte-americana, ainda que com tendência de queda (conforme a Figura 5) que estava presente na economia nipônica àquela época.

Figura 5 – Razão de alavancagem nas empresas japonesas e norte-americanas



Fonte: Koo, 2008, p.41.

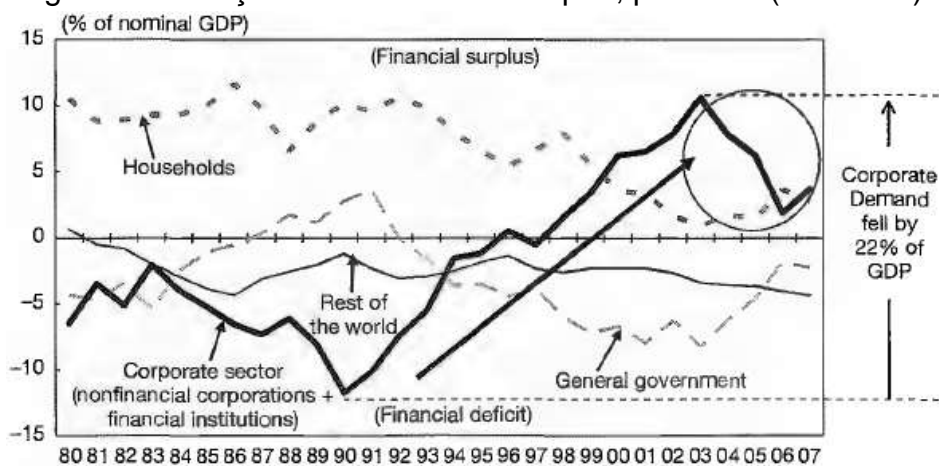
Para Koo, o alto grau de alavancagem “fazia sentido”, já que o desempenho das empresas japonesas também era muito satisfatório: *“the use of borrowed money to acquire assets raises few eyebrows as long as the economy is expanding and the*

*value of corporate assets is rising.*”(Koo, 2008, p. 41). Da mesma forma, Torres Filho (1997) argumenta que:

“A valorização dos ativos ocasionava um crescimento no patrimônio dos investidores. Esse capital adicional aumentava a capacidade de endividamento das empresas (que) faziam uso desse potencial de alavancagem...” (TORRES FILHO, 1997, p. 12).

Nota-se, a partir disso, que o momento de inversão de expectativas seria prejudicial ao balanço das empresas, e de fato foi. O governo havia se disposto a estimular o crescimento econômico, respondendo à queda da taxa de lucro do setor exportador (devido à apreciação do iene), com uma política monetária expansionista, na segunda metade da década de 1980, conforme Torres Filho (1997, p. 10), criando “condições para que a demanda interna crescesse”. Conforme Koo, o Japão tinha no ano de 1990, um cenário considerado o ideal.

Figura 6 – Posições Financeiras no Japão, por setor (% do PIB).



Fonte: Koo (2008, p.21).

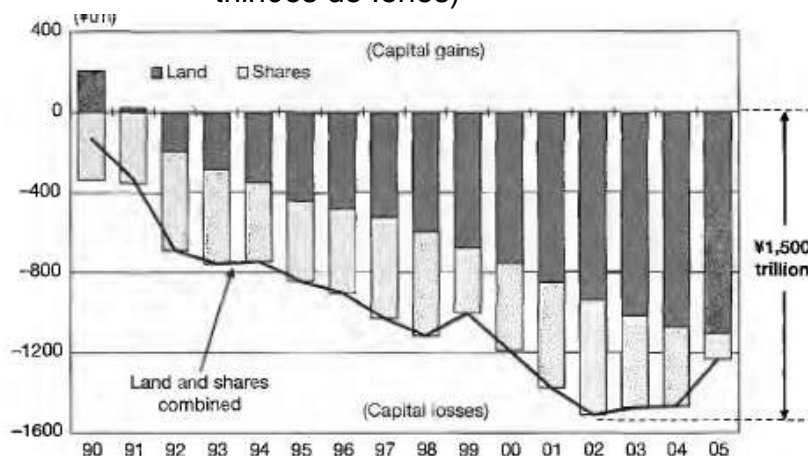
Da linha horizontal, em zero, para cima, no gráfico da Figura 6, temos um superávit financeiro (excesso de fundos) dos setores em relação ao PIB. Analogamente, os valores abaixo da linha indicam déficit (deficiência de fundos). Ao examinar a situação no ano de 1990, verifica-se que o setor governamental apresentava superávit: arrecadação maior do que suas despesas. As famílias (*households*) também tinham alto nível de poupança, disponibilizando fundos ao

setor privado, que apresentava bom nível de demanda por estes fundos, aproximadamente 12%. A linha denominada *Rest of the world* reflete o que o resto do mundo tomava de empréstimo do Japão.

Porém, conforme Koo, “infelizmente, o investimento era uma bolha, e tudo mudou quando ela estourou”. Segundo Torres Filho (1997, p. 13), na medida em que a economia apresentou sinais de crescimento, “no início de 1989, o banco do Japão finalmente adotou uma política restritiva de crédito” e “no início de 1990 ordenou que os bancos limitassem os empréstimos destinados a imóveis. Só então a bolha cedeu”. Conforme a Figura 4 estas medidas de restrição monetária configuram o estágio (1), ao passo que a bolha “ceder” diz respeito ao estágio (2).

Neste ponto, os balanços patrimoniais se tornaram negativos: passivos grandes, devido ao alto índice de endividamento, e ativos “curtos”, onde grande quantidade de bens teve seus preços reduzidos. Os valores acumulados, no período entre 90 (estouro da bolha) e 2005, em relação à desvalorização de ativos imobiliários e ações, totalizam o equivalente a três vezes o PIB japonês.

Figura 7 – Perda de valor de Ações e Terrenos no Japão (em trilhões de Ienes)



Fonte: Koo (2008, p.17).

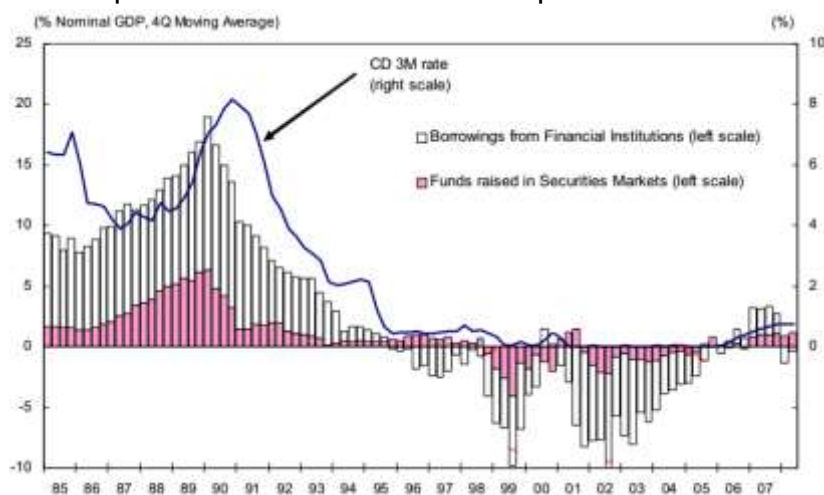
Para o mesmo período, nota-se, na Figura 6, a escalada da linha do setor corporativo, demonstrando a contenção do investimento em direção à poupança, equivalente a 22% do PIB japonês. A linha *households* também indica um comportamento particular, de diminuição no nível de poupança. Koo atribui este

movimento ao fato de que houve aumento do desemprego na crise japonesa, fazendo com que o grau de poupança das famílias caísse.

De maneira bastante clara, Koo traz um exemplo numérico que demonstra as consequências deste comportamento do setor privado para a economia. Um agente com renda de \$1000 consome \$900 e poupa os \$100 restantes. Este valor então é disponibilizado pelos bancos para empréstimos ao setor privado. Um segundo agente, tem renda de \$900 (originada do gasto do agente anterior). Pois, se este segundo agente também poupa 10%, ele consome \$810, deixando mais \$90 depositados, igualmente disponíveis para empréstimo ao setor privado.

O resultado é uma economia que tende a encolher-se: uma economia em RB tem um setor privado que não demanda empréstimos, fazendo com que a poupança acumulada (menor em relação às famílias, mas crescente devido à acumulação de pagamentos de dívida das empresas) não tenha demanda. Os pagamentos das dívidas se acumulam nas instituições financeiras, e nem mesmo taxas de juros baixíssimas, como visto na linha contínua da Figura 8 são capazes de fomentar uma nova demanda por fundos de empréstimos.

Figura 8 – Taxa de Juros (CD de três meses) e o comportamento financeiro das empresas



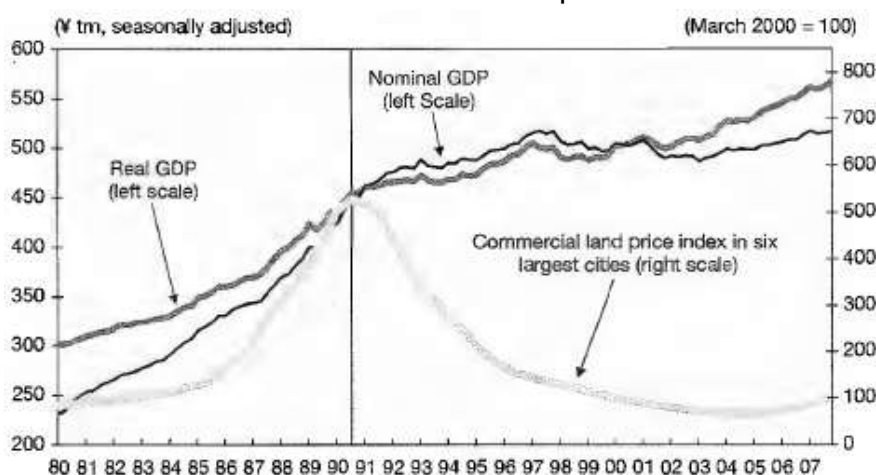
Fonte: Koo (2008, p.12).

A queda da taxa de poupança pelas famílias, ainda que tenha sido para cobrir despesas que antes eram pagas com salários e pagamento de bônus, por exemplo, também foi saudável para a economia japonesa como um todo.

## 2.2.2. O papel da Política Fiscal

A partir da Figura 6 nota-se também a reação do Governo: uma mudança drástica de poupança (superávit fiscal em torno de 3% do PIB, em 1990), em direção ao déficit público, para contrabalançar a queda da demanda agregada do setor privado. Segundo Koo, foi esta política a responsável por manter o PIB do país em níveis acima do que se encontrava no momento da eclosão da crise, como mostra a Figura 9.

Figura 9 – Evolução do PIB (em trilhões de Ienes) e do Índice de Terrenos Comerciais no Japão



Fonte: Koo (2008, p.23).

A desvalorização de ativos durante os anos de crise do Japão alcançou um valor equivalente a três vezes o valor do PIB do país. Mesmo assim, o governo evitou um número alto de falências e crescimento acentuado de desemprego mantendo a economia afastada de uma recessão, através do uso de política fiscal expansionista, pela venda de títulos e criando demanda através de gasto público, evitando resultados como os da Grande Depressão norte-americana de 1930:

“...the government has only one option: it must do precisely the opposite of what the private sector is doing. (...) it must borrow (and spend) the savings that the private sector can no longer use. This is what Japan ultimately chose to do, and it is why the money supply did not contract and GDP remained steady at about ¥500 trillion despite the loss of ¥1,500 trillion in

national wealth and a decline in corporate demand totaling more than 20 percent of GDP..” (KOO, 2008. p. 33)

Recapitulando o exemplo numérico de Koo da seção anterior, o que o governo deveria fazer, e de certa maneira de fato aconteceu, é fazer uso daqueles \$100 economizados pelo setor privado (ou o valor de fato poupado). Ou seja, se a família (ou a empresa) que tem renda de \$1000 gasta \$900 e poupa os \$100 (ou paga estes \$100 de forma a diminuir a sua dívida), cabe ao governo absorver este valor (através de venda de títulos aos bancos), e através de política fiscal voltar a gastar a quantia na economia, incrementando a demanda agregada e fazendo com que os \$1000 da renda de certo agente volte integralmente à economia como consumo, ou privado (os \$900 do exemplo) ou do próprio governo.

Essa política fiscal, entretanto, encontrou diversas barreiras políticas no Japão. A diferença na ascensão do PIB, com o país crescendo muito menos do que no período anterior, passava a impressão de que o governo fazia uso de política fiscal ineficaz. Koo aponta que não foram poucas as tentativas de refutar a eficiência deste mecanismo. O autor aborda que parte deste fato se deve à mídia, pois “aquele que evita a crise nunca será reconhecido como um herói”. Ou seja, não havendo a queda brusca do PIB, como na Grande Depressão dos EUA, não era possível reconhecer a eficácia da política fiscal num momento em que o setor privado como um todo não investia, se preocupando apenas em minimizar e reparar o desequilíbrio de seus balanços patrimoniais. Inclusive o FMI criticou a política japonesa, com a visão de que “*the government must have spent the Money inappropriately — after all, GDP remained stuck at ¥500 trillion*” (Koo, 2008, p. 26)

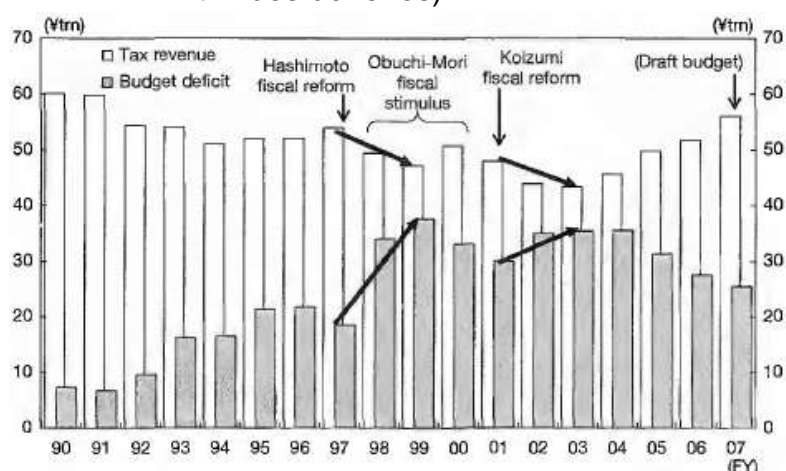
Um segundo fator para que essa situação de não reconhecimento seja disseminada na economia é que a postura das empresas, de aportar seus fluxos de caixa no pagamento de suas dívidas, era tomada de maneira discreta: não é interessante ao gestor de uma empresa que o público em geral, seus trabalhadores assim como os credores de sua dívida saibam o tamanho do déficit presente nos livros contábeis de suas empresas. As consequências poderiam gerar desconforto entre os trabalhadores, desconfiança quanto à qualidade dos produtos, problemas com fornecedores, assim como desconforto aos acionistas. Então, se o público em geral não sabe o quanto o setor empresarial está realmente deixando de investir, é

natural que um aumento abrupto da despesa governamental, que não atinge os resultados anteriores na economia, seja questionado.

Não foram poucas, portanto, as campanhas políticas embasadas em “reformas fiscais” de caráter contracionista que surgiram durante a “década perdida” japonesa<sup>11</sup>. As tentativas de transferir ao campo da política monetária, aliviando o orçamento governamental, entretanto, não apresentaram resultados.

Os efeitos dessas reformas fiscais são apresentados na Figura 10. Nela estão assinalados os dois momentos nos quais o governo japonês instaurou política de contenção de gastos (em 1997 e em 2001). Com menores gastos, a demanda agregada foi menor, e a economia encolheu por cinco trimestres seguidos a partir de 1997, causando inclusive um aumento do déficit fiscal, apesar da contenção de gastos. Igualmente, em 2001 houve diminuição na receita fiscal, e o déficit orçamentário também cresceu.

Figura 10 – Receita Fiscal e Déficit Orçamentário do Japão (em trilhões de ienes).



Fonte: Koo (2008, p.53).

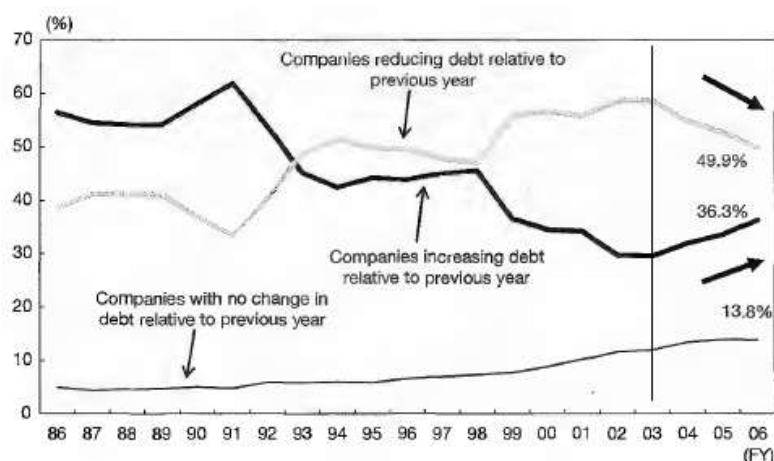
Portanto, conforme Koo, a política fiscal expansionista não poderia ser modificada. As tentativas de contenção de gastos apresentaram o provável

<sup>11</sup> Como exposto, havia a impressão de que a política fiscal deveria fazer o PIB japonês crescer como no momento anterior ao estouro da bolha, de forma que como tal crescimento não aconteceu, a década de 1990 fosse considerada por muitos como uma “década perdida”.



desfecho: levar a economia à depressão, pois era o gasto governamental que sustentava a manutenção do PIB japonês. Para o autor, o governo deve iniciar a redução do ativismo fiscal somente quando o setor empresarial passar a investir novamente, adquirindo o comportamento “convencional”, da busca pela maximização de lucro. Segundo Koo, foi em 2003 que os primeiros sinais de reversão desta tendência apareceram, conforme exhibe a Figura 11, que ilustra uma queda na proporção de empresas que diminuíram seu endividamento comparativamente ao ano anterior. Pode-se notar também que a proporção de companhias que aumentou suas dívidas subiu no mesmo período, indicando um movimento da economia em direção à fase *Yang*.

Figura 11 – Evolução das Companhias por Situação de Endividamento<sup>12</sup>



Fonte: Koo (2008, p.48), modificada pelo autor.

Apenas na medida em que o comportamento das empresas seja definitivamente de busca por empréstimos, que elas passem a investir, e que tenham a postura da busca pela maximização de lucros, teria início o momento, segundo Koo, de o governo priorizar a política monetária, já não sendo necessária a política fiscal de aumento de gasto público para manutenção da demanda agregada. Koo defende, portanto, que quando o setor privado está disposto a investir, quando não houver mais a ameaça de deflação, com “*healthy balance sheets*”, o setor

<sup>12</sup> O gráfico trata somente de companhias listadas na bolsa do Japão, excluídos os bancos, as companhias de seguros, corretoras e outras instituições financeiras.

público deve encerrar a política expansionista, buscando o equilíbrio fiscal. Conforme o autor, o setor privado promove *“a more efficient allocation of resources and higher economic growth. This is why government borrowing, which crowds out private-sector investments, is considered undesirable.”* (Koo, 2008, p. 52).

### 2.2.3. A questão da Política Monetária

Conforme exposto, durante uma crise do tipo RB, o governo deve fazer uso de política fiscal, de modo a manter o nível de demanda agregada, evitando a instauração de um movimento de deflação na economia, que a leve à depressão. Segundo Koo, a política monetária não é (como de fato não foi no caso japonês) eficiente nesse cenário.

De acordo com o autor, mesmo com a taxa de juros japonesa baixando de 8% para 0%, não houve o movimento esperado do setor privado na busca por estes fundos. Mesmo com os bancos bem supridos de reservas, com taxas baixíssimas para a concessão de empréstimos, não havia no setor privado a intenção de assumir novas dívidas: o objetivo era justamente o da recuperação dos balanços patrimoniais, da diminuição das diferenças entre o passivo e o ativo das companhias.

Se não há interesse do setor privado em tomar empréstimos, não haverá uma taxa de juros “correta” para que este comportamento se modifique. É por este motivo que Koo defende o uso da política fiscal. Na ocorrência da falácia da composição na economia, enquanto cada empresa se comporta de maneira distinta do “previsto nos livros-texto” de economia, não há política monetária eficiente. A armadilha da liquidez, na qual não se poderia baixar a taxa de juros para níveis ainda menores, não é um problema na visão de Koo, uma vez que era a falta de demanda por fundos que caracterizava a situação japonesa.

Não existia também, segundo Koo, falta de liquidez nos bancos. Caso fosse este o problema, o Japão teria experimentado um aumento da participação de bancos estrangeiros em sua economia, o que não ocorreu. Conforme Koo, inclusive, os bancos japoneses é que passaram a fazer empréstimos internacionais.

Ainda, Koo discute outras ferramentas ineficazes para resolver a situação, mas que foram levantadas por economistas como possíveis soluções à recessão de balanço japonesa. Em respeito à adoção de uma meta elevada de inflação para a economia, na tentativa de erradicar a tendência de deflação, Koo aponta que seria necessário ao banco central convencer as empresas a apostarem num movimento altista dos preços, de maneira que este aumento seria capaz de inflar seus ativos a ponto de reequilibrar seus balanços. Os executivos, sabendo que outras empresas se encontram em situações semelhantes, não teriam motivos suficientes para acreditar nestes movimentos, de forma que instaurar uma meta de inflação superior ao nível de preços vigente seria ineficaz em uma economia que não tem interesse em tomar empréstimos e “aquecer” o mercado.

Uma possível segunda forma de remediar a economia que Koo não considera adequada, é a de o banco central promover o aumento do nível de preços dos ativos que compõem os balanços das empresas (ações e imóveis nesta análise). Segundo Koo, este movimento seria única e exclusivamente uma forma de manter a bolha formada. Logicamente, portanto, a tentativa do banco central em manter a deformação do mercado não faz sentido, uma vez que a necessidade de aporte para que o nível de preços fosse o mesmo de antes da bolha seria imenso (três vezes o PIB, como apresentado), de forma que um movimento neste sentido levaria o banco central japonês a perder sua credibilidade, implicando na desvalorização do iene e ainda criaria desconfiança na própria população quanto ao valor de sua moeda, característica muito menos desejada do que a manutenção do nível de crescimento do PIB em patamar semelhante ao anterior do estouro da bolha.

A perda de confiança no Banco Central é também a razão pela qual Koo crítica a visão de Bernanke e Friedman, para os quais a política monetária sempre funciona, nem que seja necessário o uso do “helicopter money”. Conforme Koo:

“The helicopter-money argument is almost always pitched from the perspective of buyers of goods and services and almost never from that of sellers. The first reaction of any seller (...) would be to close shop immediately, or demand a credible foreign currency in Exchange for his or her goods”(KOO, 2008, p. 135)

A única forma deste movimento de “irrigação da economia” não levar a uma crise de depreciação da moeda seria um lastro em ouro. Nessa condição, entretanto, o “helicopter-money” seria equivalente a uma política de distribuição de renda, o que, conforme Koo, seria eficaz para que os agentes se tornassem mais propensos a consumir, elevando a demanda agregada da economia.

### 2.3. CRÍTICAS À MACROECONOMIA

Em Minsky (2011) o autor apresenta a sua interpretação quanto ao modelo neoclássico da economia. Segundo o autor, a Teoria Geral de Keynes não alterou “radicalmente” a economia por ter havido uma interpretação equivocada de sua obra. Os economistas da escola neoclássica, segundo Minsky, fizeram uso de apenas alguns apontamentos de Keynes, de modo que a essência da economia keynesiana não se faz presente nesta abordagem, tornando-a pouco capaz de “revolucionar” a teoria econômica, como acreditava Keynes. Para Minsky, o fato da não observância da questão monetária, desqualifica qualquer análise a respeito da teoria keynesiana, ao passo que “Keynes foi quase exclusivamente um economista monetário” (Minsky, 2011, p. 37).

Segundo Minsky (2011, p. 35), “três conjuntos de modelos macroeconômicos baseados em uma seleção de ideias da Teoria Geral foram discutidos veementemente nos círculos acadêmicos”. O primeiro desses conjuntos faz menção à função de consumo, o segundo à condição de equilíbrio entre o mercado de bens e de moeda, ou o “IS-LM sem um mercado de trabalho”, ao passo que o terceiro é composto pelos “modelos IS-LM com um mercado de trabalho” (Minsky, 2011, p.72).

A respeito dos modelos de consumo, Minsky aponta que estes são “muito triviais” e que “ignora os fenômenos monetários”. Para o autor, “a ideia de que o consumo é uma função determinada da renda, basicamente independente de influências monetárias e financeiras, leva a um modelo simples (...) sem qualquer aumento significativo na sofisticação conceitual” (Minsky, 2011, p. 41). Para o autor, os modelos de consumo foram construídos de forma que satisfaçam os modelos de consumo numa abordagem voltada à microeconomia, ao passo que não analisam a questão temporal do consumo e como este é financiado, o que, segundo o autor é “enganador, do ponto de vista da teoria do emprego.” (Minsky, 2011, p. 42).

Quanto à formulação dos modelos IS-LM, com ou sem mercado de trabalho, Ferrari (1991, p. 342), ao recapitular as críticas de Minsky, aponta que a interpretação da síntese neoclássica deforma a abordagem de Keynes, tornando a “Teoria Geral (...) um caso especial da teoria clássica” e “transforma a instabilidade do sistema econômico keynesiano, no curto prazo, em uma prosperidade de

equilíbrio de longo prazo (...) conduzida pelas forças de mercado e pela ‘mão invisível’”.

Richard Koo (2008), da mesma forma, mostra as suas críticas ao modelo neoclássico. Para este autor, a teoria neoclássica não foi eficiente em analisar a “razão para a existência da moeda” (Koo, 2008, p. 253) ao mencionar o que seriam três “escândalos” na abordagem neoclássica: *“its inability to integrate micro and macroeconomics, its nonincorporation of imperfect competition, and its nonincorporation of transaction costs”* (Koo, 2008, p. 253). Segundo Koo, o elo entre esses três problemas está numa má consideração quanto à divisão do trabalho e a interdependência *“Neoclassical economists, assuming perfect information and seeking mathematical convenience, omitted from their models the division of labor and mutual interdependence”* (Koo, 2008, p. 265).

Para o autor, a divisão do trabalho levou a um elevado nível de especialização, fazendo com que não exista somente um tipo de trabalhador. Desta forma, uma linha de produção, conforme Koo (2008, p. 264), será composta por diferentes tipos de trabalhadores, conferindo o status de “equipe de trabalho”. O conceito de produtividade marginal do trabalho dos neoclássicos, assim, “não mais faria sentido”. Segundo Koo, as companhias tratam seus funcionários como um “time”, de forma que este comportamento confere uma redução na agilidade de ajuste de salários, o que, conseqüentemente, estabelece rigidez de salários.

Ainda, a elevação do nível de especialização na economia fez com que houvesse um aumento na variedade de bens sendo negociados, de maneira que o papel da moeda como meio de troca ganha importância. Isso ocorre, pois, comparativamente, uma economia com a mesma quantidade de bens, que opere sob a forma de escambo, levaria os agentes a terem a necessidade de conhecer os valores de troca de muitos itens, sob pena de perda de produtividade. Esta perda ocorreria, pois seria necessário despende *“both time and brain cells (...) to know and follow the prices of goods outside the area of specialization”* (Koo, 2008, p.259).

No “mundo real”, portanto, conforme Koo (2008, p. 260), “importam às pessoas quantas são as equações e incógnitas” em respeito aos preços de diferentes bens, o que não acontece no modelo Walrasiano de “equilíbrio geral”, no qual todos os agentes têm informação perfeita, e a moeda é neutra.

“It is no wonder that the integration of money into a neoclassical framework has been so difficult to achieve: neoclassical economics is fundamentally incompatible with the most important function of money, which – as a medium of exchange – is to free people from the need to know the retail price of  $n-1$  goods at all time. Money exists because the real world is fundamentally nonneoclassical. Money and Walras do not mix.” (KOO, 2008, p. 266).

## 2.4. COMPARAÇÃO ENTRE A HIF E A RB

Para organizar a análise dos aspectos comuns entre as teorias de Hyman Minsky e Richard Koo quanto ao desenvolvimento de crises financeiras nas teorias anteriormente expostas, definem-se quatro pontos de apreciação em respeito às abordagens HIF e RB. Primeiramente, uma comparação quanto ao momento “pré-crise” da economia, sobre a formação da bolha. Uma segunda, acerca do estouro da bolha e suas consequências na dinâmica econômica. O terceiro ponto de comparação aborda os métodos de solução às situações de desarranjo financeiro, e por fim, uma perspectiva geral quanto às características do capitalismo e quanto ao caráter do sistema financeiro, compõe o último dos pontos comparados.

Com relação à origem da crise financeira, pode-se notar que as duas teorias reconhecem a formação de uma bolha em ativos como um evento decisivo. Conforme a HIF, as crises são inerentes ao capitalismo, de forma que a ocorrência de bolhas é recorrente. Quando a economia está em um estado “tranquilo”, como define o autor, os agentes adotam comportamentos mais arriscados, de forma que há um deslocamento em direção às situações de endividamento do tipo especulativo e *Ponzi*, determinando uma situação de maior instabilidade. Um excesso de confiança, tanto das instituições provedoras quanto dos tomadores de empréstimo, tem como consequência a configuração de uma estruturação de dívidas na economia predominantemente temerárias. O excesso de alavancagem alimenta o *overtrading* e o aumento do preço de demanda dos ativos.

A RB, de Richard Koo, como ilustrado na Figura 4, também reconhece o excesso de confiança dos agentes como um componente gerador de bolhas no mercado. Essa supervalorização acaba inflando artificialmente o ativo das companhias. Tanto Koo quanto Minsky reconhecem um papel importante para a alavancagem: o endividamento exacerbado dos agentes leva a economia de um estado tranquilo (ou *Yang*), a um estado de crise (ou *Yin*).

O estouro da bolha, segundo a HIF, se dá a partir de uma inversão abrupta das expectativas na economia. Este acontecimento é reconhecido como “momento Minsky”, em espécie de homenagem à teoria minskyana. Os agentes, ao “perceberem” o nível artificial de valorização do ativo mudam radicalmente de comportamento, tentando aumentar seus níveis de liquidez, de forma que o ativo relacionado à bolha, outrora supervalorizado, passa a ser superofertado. Conseqüentemente, desenvolve-se a deflação do nível de preço deste ativo e os agentes têm dificuldades em cumprir as obrigações de suas dívidas. A falta de liquidez no mercado causa o aumento da inadimplência, sem que seja possível a rolagem dos débitos.

Na teoria da RB, as conseqüências são semelhantes, mas o enfoque de Richard Koo é diferenciado. O autor estabelece a mudança de comportamento das firmas como o fator principal do desencadeamento da crise financeira. O estouro da bolha, ao tornar o valor do ativo das companhias muito inferior em relação ao valor do passivo, configura uma situação de falência técnica das empresas. Estas, então, não mais objetivam a maximização dos lucros, mas sim a minimização dos débitos, buscando a solvência de seus balanços.

Desta forma, enquanto na teoria da HIF não há liquidez no sistema financeiro capaz de manter a rolagem das dívidas, na RB o problema está na postura das companhias. Mesmo havendo disponibilidades nos bancos e nas demais instituições financeiras, conforme Koo, o setor privado não tomará crédito até que seus balanços estejam novamente equilibrados. Neste ponto, pode-se considerar uma empresa que não mais almeja tomar empréstimos (na ótica da RB) como uma entidade *Ponzi* (da HIF), para a qual, um novo empréstimo não será suficiente para contornar a situação de falência técnica vigente.



As propostas de solução para as crises oferecidas pelos autores também compartilham de certa semelhança. Ambos defendem a adoção de política fiscal contracíclica. Segundo Minsky e Koo, o governo deve promover aumento do gasto público suficiente para manter as taxas de lucros das companhias. Segundo Koo, as companhias são capazes de manter o nível de emprego da economia se a elas for possibilitada a manutenção dos lucros, de forma que estes serão utilizados para abatimento das dívidas.

O autor norte-americano, entretanto, propõe um papel primordial ao Estado. Minsky acredita que somente através do “*Big Government*” o governo é capaz de instaurar maior regime de estabilidade a economia. Tornando-se uma espécie de empregador de última instância, as políticas de distribuição de renda e valorização do salário do trabalhador seriam mais eficazes, e a captação de recursos através da tributação seria maior, conferindo ao Estado condições suficientes de implementar uma política fiscal sem que se estabeleça um déficit orçamentário.

Koo, diferentemente, acredita que assim que a dinâmica econômica mostrar sinais suficientes de volta ao “comportamento padrão”, no qual as firmas buscam a maximização dos lucros e retomam o investimento, de forma que a demanda agregada atinja níveis semelhantes aos anteriores ao estouro da bolha, o governo deve encerrar a política fiscal expansionista. Segundo Koo, o setor privado promove uma alocação mais eficiente dos recursos, de forma que a atividade governamental, estando a economia de volta à fase *Yang*, causa o *crowding out*.

Em relação à política monetária, Minsky defende o comportamento de prestador de última instância do banco central. Desta forma, haveria na economia a manutenção da liquidez do sistema bancário, de forma que as empresas teriam a capacidade de manter os compromissos e assim, evitar-se-ia a eclosão da crise financeira. O autor, contudo, reconhece as possíveis externalidades negativas do estabelecimento de tal postura do BC, Por isso, segundo Minsky, é necessária a regulação das atividades financeiras, tanto dos bancos quanto das bolsas de valores e demais balcões de negócios, de maneira que a formação e não simplesmente o estouro das bolhas tendam a ser evitados

Em concordância com o exposto anteriormente, Koo aponta o uso da política monetária como o instrumento eficaz quando a economia se encontra no estágio

*Yang*; Desta forma, há a alternância entre política fiscal e monetária como a mais indicada ao Estado para promover a estabilização da economia, conforme a fase vigente, *Yang* ou *Yin*.

Para os dois autores o setor financeiro deve ser reconhecido como um agente decisivo nos rumos da economia. Ambos evidenciam o quanto a atividade bancária impacta nas atividades do setor empresarial e das famílias, de forma que as teorias que não reconheçam tal característica não podem ser cegamente tomadas como verdades absolutas. Tanto Minsky quanto Koo criticam os argumentos da teoria neoclássica, no sentido de que os pressupostos de tendência ao auto-equilíbrio da economia ao pleno emprego, da não necessidade de intervenção do Estado, assim como da neutralidade da moeda, são elementos não mais defensáveis.

O impacto de um setor da economia capaz de criar moeda de maneira endógena merece ser levado em conta. Como Minsky aponta, a atividade bancária consiste, majoritariamente, em promover empréstimos às empresas, famílias e inclusive ao governo. Portanto, há um incentivo natural ao crescimento do número de contratos de dívidas, que, alimentado por expectativas demasiadamente otimistas levará a economia a se tornar instável, suscetível a oscilações nos níveis de investimento, configurando os ciclos e incorrendo em crises, inerentemente.

Koo, ainda que de maneira menos enfática, reconhece a tendência à ocorrência de ciclos econômicos. O autor, mesmo que considere improvável o acontecimento de crises do tipo RB corriqueiramente, propõe um ciclo padrão para a economia, ilustrado na Figura 4 deste trabalho. O motivo pelo qual Koo acredita ser difícil a recorrência de Recessões de Balanço é basicamente psicológico. Para o autor, existe um trauma nos agentes que se deparam com uma situação do tipo RB, de forma que uma mesma geração não incorreria no mesmo erro de acumulação de ativos com preços inflacionados nos balanços como forma de valorização, ou mesmo obtenção de lucros, no balanço das empresas.

De qualquer forma, os dois autores reconhecem a tendência de aumento do endividamento das companhias, de alavancagem de maneira desenfreada, na ocorrência de manias e bolhas especulativas, como o fato gerador da instabilidade que levará as economias a enfrentarem crises financeiras no momento em que os mercados venham a corrigir os preços excessivamente valorados.

## CONCLUSÃO

A crise financeira atual, que tomou corpo a partir da eclosão da crise do *subprime* nos Estados Unidos, mais uma vez mostrou o quanto o mercado financeiro é capaz de influir de forma negativa na economia real. A constante inovação nos produtos deste mercado, desacompanhada de uma regulação adequada, levou diferentes economias em todo o mundo a sofrerem as consequências do estouro da bolha imobiliária norte-americana.

Como consequência, ressurgiu na economia o debate entre a escola convencional e a heterodoxa. Se, conforme apresentado, a ortodoxia não reconhece as crises financeiras como parte intrínseca do capitalismo, os economistas heterodoxos apresentam teorias para explicar este fenômeno. Desde Keynes, em sua proposta que rompeu com o consenso à sua época, passando por Minsky, que ampliou sua análise e apontou para a importância do setor financeiro da economia, até Richard Koo, com sua inovadora análise quanto ao comportamento adotado pelo setor privado japonês durante a crise imobiliária nipônica.

Esta monografia apresentou a perspectiva clássica, segundo a qual a não intervenção do Estado na economia a induzirá naturalmente ao equilíbrio de pleno emprego, de modo que o tempo seria, nesta visão, o agente que levaria a economia norte-americana a contornar a Grande Depressão de 1930. Conforme exposto, foi com a intenção de romper com estes pressupostos que Keynes publicou sua obra, propondo que a economia até poderia comportar-se como previa a escola clássica, mas que este seria somente um caso especial.

Em sua Teoria Geral, Keynes introduziu o conceito de demanda efetiva, contrapondo-a a Lei de Say defendida pelos ortodoxos. Segundo o economista inglês, a incerteza é um componente crucial na economia, responsável por influenciar o comportamento dos agentes de maneiras distintas conforme seus níveis de confiança quanto ao futuro. Este estudo apresentou as ideias de Keynes, segundo as quais de acordo com as expectativas dos capitalistas, haverá maior ou menor nível de investimento na economia e que, este comportamento instável leva a ocorrência de ciclos econômicos.

Apresentando-se a evolução teórica acerca dos ciclos, o papel das expectativas e da demanda agregada de Keynes, assim como o fenômeno da preferência pela liquidez e a possibilidade de desemprego, são fatores que caracterizam o capitalismo como um sistema intrinsecamente sujeito a ciclos e, conseqüentemente, às crises. Todavia, esta abordagem não enfatiza de forma suficiente o papel das crises financeiras na instabilidade da economia.

Conforme exposto, as crises financeiras aos moldes da HIF e da RB estão relacionadas ao surgimento de bolhas especulativas em ativos, de forma que a reversão abrupta das expectativas na economia causa a eclosão da crise. Enquanto a teoria de Richard Koo qualifica a mudança de postura do setor privado como o fator primordial para a queda da demanda, que passa a minimizar seus débitos em detrimento a busca pela maximização do lucro, a HIF de Minsky aponta para o aumento da inadimplência, de forma que os agentes não encontram novos credores dispostos a oferecer empréstimos, impossibilitando a rolagem da dívida e, conseqüentemente, a operação das companhias.

Tanto Minsky quanto Koo reconhecem um comportamento cíclico na dinâmica econômica, na qual as expectativas dos agentes se tornam auto realizáveis, na medida em que uma mania na demanda por ativos dos quais se espera valorização acaba por confirmar, num primeiro momento, o aumento do preço de tal ativo. O desdobramento, como se viu, é um processo de excesso de confiança que leva a economia a um nível de endividamento insustentável.

Os termos da HIF, denominados especulativo e *Ponzi* quanto à estrutura de dívidas, se assemelham à situação de balanço patrimonial tecnicamente falido da RB. O uso da política fiscal é defendido pelos dois autores como a única forma de promover o reestabelecimento do nível de demanda agregada na economia, revertendo a tendência de estagnação econômica e até mesmo de depressão. Igualmente, enquanto não houver reformas no aspecto de regulação do mercado financeiro, bolhas especulativas seguirão acontecendo.

Como exposto, ainda que para Koo exista um trauma nos agentes que se deparam com uma RB, o que evita a repetição do comportamento arriscado das companhias por certo período de tempo (uma geração, em suas palavras), Minsky aponta a ocorrência de crises como uma tendência de uma economia sem

regulamentação adequada, que se encontre em um estado de estabilidade. Em qualquer caso, é claro o papel da alavancagem financeira na eclosão de crises e flutuações na atividade econômica e apenas o Estado tem condições de reverter a situação.

## REFERÊNCIAS

- ALVES JÚNIOR, A. J., FERRARI FILHO, F. e PAULA. L. F.R. **Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional: uma abordagem pós-keynesiana.** Revista de Economia Contemporânea, v. 4, n.1, p.79-106, 2000. Disponível em: <[http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/crise%20cambial\\_instabilidade\\_financeira\\_e\\_reforma.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/crise%20cambial_instabilidade_financeira_e_reforma.pdf)>. Acesso em: 20/10/2014.
- BAHRY, T. R. e GABRIEL, L. F. **A Hipótese da instabilidade financeira e suas implicações para a ocorrência de ciclos econômicos.** Revista de Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, v.14, n. 1, p. 27-60. Janeiro – Abril de 2010. Disponível em: <[http://www.ie.ufrj.br/images/blog/REC\\_14.1\\_02\\_A\\_hipotese\\_da\\_instabilidade\\_financeira.pdf](http://www.ie.ufrj.br/images/blog/REC_14.1_02_A_hipotese_da_instabilidade_financeira.pdf)>. Acesso em: 14/10/2014.
- CAMPOS, M. M. S. e CHIARINI, T. **Incerteza e não ergodicidade: crítica aos neoclássicos.** Revista de Economia Política, vol. 34, nº 2 (135). P.294-316, Abril-Junho/2014. Disponível em <<http://www.rep.org.br/PDF/135-8.PDF>>. Acesso em: 15/10/2014.
- CARDOSO, F. **A relação entre poupança e investimento sob a ótica do princípio da demanda efetiva.** Informações FIEPE, n. 330. Março de 2008. p. 29-32. Disponível em <[http://www.fiepe.org.br/publicacoes/downloads/bif/2008/3\\_bif330.pdf](http://www.fiepe.org.br/publicacoes/downloads/bif/2008/3_bif330.pdf)> . Acesso em: 16/10/2014.
- COSTA, F. N. **A controvérsia sobre as relações entre investimento, poupança e crédito.** Ensaios FEE. Porto Alegre, n. 12, 1991. p 56-72. Disponível em <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/viewFile/1392/1755>>. Acesso em 16/10/2014.
- CUNHA, A. M. e PRATES, D. M. **A instabilidade financeira nos anos 90: Algumas implicações para as economias capitalistas periféricas.** Análise Econômica, Porto Alegre, ano 17, n.32, setembro de 1999. Faculdade de Ciências Econômicas, UFRGS. p. 7-30. Disponível em: <<http://seer.ufrgs.br/index.php/AnaliseEconomica/article/view/10634/6270>> Acesso em: 07/11/2014.
- DYMSKI, G. A. **Bolhas de ativos e crises em Minsky – uma abordagem especializada.** In: FERRARI, F. F. e DE PAULA, LUIS F. (org.) Globalização financeira – ensaios de macroeconomia aberta. Petrópolis: Editora Vozes, 2004. p. 402-448.
- EGGERTSSON, G. B. e KRUGMAN, P. **Debt, deleveraging, and the liquidity trap: a Fisher Minsky-Koo approach.** Nova Iorque: 2011. Disponível em <[http://www.princeton.edu/~pkrugman/debt\\_deleveraging\\_ge\\_pk.pdf](http://www.princeton.edu/~pkrugman/debt_deleveraging_ge_pk.pdf)>. Acesso em: 17/10/2014

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

GABRIEL, L. F. **Dinâmica Econômica, bolhas especulativas e transformações estruturais: das inovações tecnológicas à instabilidade financeira**. 41º Encontro Nacional de Economia. Foz do Iguaçu. Dezembro de 2013. Disponível em <[http://www.anpec.org.br/encontro/2013/files\\_l/i9-c9c7cc4257909aa7478a67e73e45c19d.pdf](http://www.anpec.org.br/encontro/2013/files_l/i9-c9c7cc4257909aa7478a67e73e45c19d.pdf)>. Acesso em 15/10/2014.

GALBRAITH, J.K. **Uma Breve História da Euforia Financeira**. São Paulo: Pioneira, 1992

GONTIJO, C. **A teoria das crises financeiras: uma apreciação crítica**. XXXVII Encontro Nacional de Economia. Foz do Iguaçu. Dezembro de 2009. Disponível em <<http://www.anpec.org.br/encontro2009/inscricao.on/arquivos/000-14949779f3bcdabd4b9a60b923456027.pdf>>. Acesso em 15/10/2014.

HOBSON, J. A. (1922). **The economics of unemployment**. Charleston: Nabu Press, 2010, 164 p.

JEVONS, S. W. **Commercial Crises and Sun-spots**. Nature, Nº 19, Novembro de 1878, p. 33-38. Disponível em: <<http://www.nature.com/nature/journal/v19/n472/pdf/019033d0.pdf>>

KATZ, C. **Interpretations of the economic crisis**. International Socialist Review, Nº 75, Janeiro-Fevereiro 2011. Disponível em: <<http://www.isreview.org/issues/75/feat-katz.shtml>>. Acesso em: 06/10/2014.

KALDOR, N. **A classificatory note on the determination of equilibrium**. Review of Economic Studies, vol. 1. Fevereiro de 1934, p. 122-136.

KEYNES, J. M. (1936). **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1996. 352 p. (Os economistas).

KINDLEBERGER, C. P. **Manias, pânico e crashes: um histórico das crises financeiras**. 3. ed. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2000.

KNOOP, T. A. **Recessions and depressions: understanding business cycles**, Westport: Praeger, 2004.

KOO, R. C. **The holy grail of macroeconomics: lessons from Japan's great recession**. Singapura: John Wiley Trade, 2008.

KOO, R. C. **The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics**. Real-World Economics Review, n. 58, 12 de Dezembro de 2011, P.19-37. Disponível em <<http://www.paecon.net/PAERReview/issue58/Koo58.pdf>> Acesso em: 05/11/2014

LARRAIN, F. B. e SACHS, J. D. **Macroeconomia – Edição Revisada e Atualizada**. São Paulo: Pearson Makron Books, 2006.

LIMA, I. C. **Ciclos econômicos e previsão cíclica: um estudo de indicadores antecedentes para a economia brasileira**. 2005. 247 p. Monografia (Mestrado em Ciências Econômicas) - UFMG. Belo Horizonte. Disponível em: <[http://www.bibliotecadigital.ufmg.br/dspace/bitstream/handle/1843/MCCR-6W8LZW/izabel\\_cristina\\_de\\_lima.pdf?sequence=1](http://www.bibliotecadigital.ufmg.br/dspace/bitstream/handle/1843/MCCR-6W8LZW/izabel_cristina_de_lima.pdf?sequence=1)>. Acesso em: 25/09/2014.

LOURENÇO, A. L. C. **O pensamento de Hyman P. Minsky: alterações de percurso e atualidade**. Economia e Sociedade, Campinas, v. 15, n. 3 (28), p. 445-474, dez. 2006. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=625&tp=a>>. Acesso em: 06/10/2014

MALTHUS, T. R. **An essay on the principle of population**. Londres, 1798. Disponível em: <<http://www.esp.org/books/malthus/population/malthus.pdf>>

MC ALINDEN, S. e MENK, D. **The effect of the U.S. economy of the successful restructuring of general motors**. Center for Automotive Research, Dezembro de 2013. Disponível em: <<http://www.cargroup.org/?module=Publications&event=Download&pubID=102&fileID=115>>. Acesso em: 04/09/2014.

MINSKY, H. P. **Can it happen again? Essays on instability and finance**. Nova Iorque: M. E. Sharp, 1982a.

MINSKY, H. P. **The financial-instability hypothesis: capitalist processes and the behavior of the economy**. In: KINDLEBERGER, C; LAFFARGUE, J. Financial crisis: theory, history & policy. Cambridge: Cambridge University Press, 1982b. p. 13-39.

MINSKY, H. P. **John Maynard Keynes**. Campinas: Editora da Unicamp, 2011.

MINSKY, H. P. **Estabilizando uma economia instável**. Osasco: Novo Século, 2010.

MITCHELL, W. C. **Business Cycles**. Oakland: University of California Press, 1913.



OREIRO, J. L. **Bolhas, incerteza e fragilidade financeira**. Revista de Economia Contemporânea. Rio de Janeiro, v.5, n. 2. P. 7-45. Julho – Dezembro de 2001. Disponível em <[http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/rec/REC%205/REC\\_5.2\\_01\\_Bolhas\\_incerteza\\_e\\_fragilidade\\_financeira\\_uma\\_abordagem\\_pos\\_keynesiana.pdf](http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/rec/REC%205/REC_5.2_01_Bolhas_incerteza_e_fragilidade_financeira_uma_abordagem_pos_keynesiana.pdf)>. Acesso em: 31/10/2014

ROSSETTI, J. P. **Introdução à economia**. 20. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

SCHUMPETER, J. A. **Business Cycles**. Nova Iorque: Mc Graw-Hill, 1939.

TORRES FILHO, E. T. **A crise da economia japonesa nos anos 90: impactos da bolha especulativa**. Revista de Economia Política, vol. 17, nº 1 (65). P. 5-19, Janeiro-Março/1997. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/65-1.pdf>>. Acesso em: 28/10/2014.

VASCONCELOS, D. S. **Minsky on “Big Government”**. Revista de Economia Política, vol. 34, nº 1 (134). P. 15-34, Janeiro-Março/2014. Disponível em:< <http://www.rep.org.br/PDF/134-2.PDF>>. Acesso em 30/10/2014