

Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC
Centro Sócio Econômico
Departamento de Economia e Relações Internacionais

A CRISE ECONÔMICA DE 2008 E AS EXPLICAÇÕES DA TEORIA
KEYNESIANA

KATTIANE MEDEIROS SANTOS SILVA

Florianópolis, 2015

A CRISE DE 2008 E AS EXPLICAÇÕES DA TEORIA KEYNESIANA

Monografia submetida ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito obrigatório para a obtenção do grau de Bacharelado.

Orientador: Prof. Dr. Lauro Francisco Mattei

Florianópolis, 2015

A CRISE ECONÔMICA DE 2008 E AS EXPLICAÇÕES DA TEORIA KEYNESIANA

A Banca Examinadora resolveu atribuir nota 9,0 a aluna Kattiane Medeiros Santos Silva na disciplina CNM 7107 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Florianópolis, 03 de Dezembro de 2009.

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Lauro Francisco Mattei,
Orientador

Prof. Dr. Daniel de Santana Vasconcelos,
Membro

Prof. Dr. Jaime César Coelho.
Membro

Este trabalho é dedicado ao meu querido esposo.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente gostaria de agradecer a Deus por ter me abençoado todos esses anos e por ter me dado essa grande oportunidade de terminar uma graduação.

Agradeço a ele por ter colocado em minha vida um esposo dedicado, amoroso, paciente e muito compreensivo que me apoiou em todos os momentos difíceis ao longo dessa jornada. Everton Rodrigo Vicente da Silva, meu querido esposo, sem você nada disso seria possível e eu sou eternamente grata por tudo que você fez e tem feito em minha vida, te amo muito.

A meu orientador Lauro Francisco Mattei por ter caminhado junto comigo ao longo da construção desta monografia. Agradeço ao senhor por toda a atenção recebida, pelo apoio, pelas trocas de ideias, pelas explicações e incentivos e pela sua disposição em me orientar sempre que precisei, meu muito obrigado.

Aos meus pais, Rosângela e Nilton pelos incentivos e por todo o carinho e dedicação de vocês em toda a minha vida. Agradeço Minha querida Mãe por sempre estar o meu lado me apoiando em todos os momentos da minha vida, sempre me confortando com uma palavra de carinho e gesto de amor. Minha Mãe, eu estou e sempre estarei ao seu lado.

Aos meus sogros Salete e Cid Maurício por ter me encorajado, apoiado, e me incentivado ao longo dessa jornada. Vocês foram e são essenciais em minha vida. Agradeço a vocês pelas suas disposições em me ajudar todas as vezes que eu precisei e foram muitas às vezes. Sou muito iluminada por Deus por ele ter colocado pessoas tão especiais como vocês em minha vida.

Aos meus tios, Rosi e Ronaldo e minha prima Mariana por terem me acolhido em sua casa quando eu precisei. Agradeço por ter me recebido com todo o amor e carinho.

A minha sobrinha Rhayana por todo o seu amor e incentivo e ao meu amigo Henrique que me ajudou todas as vezes que eu precisei, o meu muito obrigada.

RESUMO

Este estudo tem como principal objetivo analisar a crise financeira de 2008 com uma abordagem keynesiana e pós-keynesiana dos ciclos econômicos e apresentar suas posições soluções para diminuir a instabilidade financeira nas economias. Para isto, será realizada uma revisão teórica das principais escolas: Neoclássicas, Keynesiana e pós-Keynesiana sobre o que estas doutrinas dizem a respeito sobre crises econômicas e qual deve ser o papel do Estado na condução da economia. Este trabalho aborda também as mudanças financeiras, como a desregulamentação e a liberdade econômicas conferida nos Estados Unidos após a década de 1980, os surgimentos das inovações financeiras, como a securitização e os derivativos de crédito e a origem e o desenvolvimento da crise nos mercados norte-americano e sua propagação e efeitos para as economias mundiais. Percebe-se que a crise financeira de 2008 passou por todas as etapas dos ciclos econômicos keynesianos, desde o momento de euforia, incerteza, pânico e recessão. Essa doutrina defende uma maior regulamentação financeira, intervenção do Estado na economia e uma atuação do banco central como emprestador de última instância para que o surgimento de crises sejam menos decorrentes na economia. Para atingir os objetivos esse trabalho utilizou-se de livros, teses, dissertações, artigos e revistas, abordando-os de forma qualitativa.

Palavras-chave: Ciclos econômicos. Crise de 2008. Inovações financeiras. Desregulamentação

ABSTRACT

This study is meant to examine the 2008 financial crisis with a Keynesian and Post-Keynesian approach of the business cycle and present their solutions to reduce financial instability in the economies. For this, a theoretical review of the main schools will be held: Neoclassical, Keynesian and post-Keynesian and about what these approaches say about economic crises and about what should be the role of the State in driving the economy. This paper also discusses the financial changes, such as deregulates and economic freedom granted in the United States after the 1980s, the emergence of financial innovation such as securitization and the credit derivatives and the origin and development of the crisis in US markets and their propagation and effects to world economies. It is noticed that the 2008 financial crisis went through all the steps of the Keynesian economic cycles, from the moment of euphoria, uncertainty, panic and recession. This doctrine advocates greater financial regulation, state intervention in the economy and performance of the central bank as lender of last resort for the emergence of crises arising in the economy are less. To achieve the goals this work we used books, theses, dissertations, articles and magazines, covering them qualitatively.

Keywords: Economic cycles. 2008 Financial. Crisis. Financial innovation. Deregulation.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	3
1.2 OBJETIVO.....	9
1.2.2 Objetivos específicos.....	9
1.3 Metodologia	9
1.4 Estrutura da Monografia.....	11
2. REVISÃO TEÓRICA SOBRE CRISES ECONÔMICAS NAS VISÕES NEOCLÁSSICA, KEYNESIANA E PÓS-KEYNESIANA.....	12
2.1 Concepções da Escola Neoclássica	13
2.2 A Teoria Geral de Keynes	20
2.3 A Concepções Pós Keynesiana de crise segundo a teoria de Minsky	29
2.4 Síntese do Capítulo	35
3. A CRISE DE 2008 E SUA RELAÇÃO COM A ESTRUTURA FINANCEIRA NORTE-AMERICANA	37
3.1 O processo de desregulamentação financeira.....	37
3.2. Inovações financeiras: Securitização e Derivativos de Créditos.....	42
3.2.1. Securitização	43
3.2.2 Mercado de Derivativos	47
3.3. O desenvolvimento da crise financeira de 2008 e seus desdobramentos.....	52
3.4 As conseqüências da crise de 2008 na economia mundial.....	61
3.5 Os impactos da crise financeira no Brasil	68
4. AS EXPLICAÇÕES KEYNESIANAS PARA A CRISE DE 2008 E SUAS POSSÍVEIS SOLUÇÕES.....	73
4.1. Os ciclos econômicos segundo Keynes e Pós-Keynesianos	73
4.2 Interpretando a crise com base nos ciclos econômicos keynesianos e Pós-keynesianos	80
4.3. As soluções keynesiana para as crises econômicas.....	83
4.3.1. Regulamentação	83
4.3.2 O Estado como estimulador da demanda.....	86
4.3.3 O Emprestador de Última Instância	89
4.3.4. Uma estratégia de emprego	93
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	96
REFERÊNCIAS	100

1. INTRODUÇÃO

A crise financeira de 2008 é considerada por muitos economistas como a maior crise do sistema capitalista, tendo sido desencadeada a partir da grande desestruturação do sistema imobiliário norte-americano, comprometendo os demais setores da economia e se disseminando para outros países.

As origens da crise de 2008 remontam a partir das décadas de 1970 e 1980 devido às grandes transformações financeiras ocorrida nestes períodos. Com o fim do sistema de Bretton Woods em 1973, os mercados financeiros passaram a experimentar uma maior liberdade de fluxo de capitais internacionais, visto que os países não mais precisavam atrelar sua moeda doméstica à moeda de reserva, o dólar americano, para manter a taxa de câmbio fixa. Além disso, a partir de 1980, os governos das grandes economias como Estados Unidos e Inglaterra passaram a preconizar uma maior liberdade econômica e a desregulamentação financeira de suas economias. Parte dessa falta de regulamentação, principalmente, no sistema bancário denotado, a partir deste período, pode ser explicada pela mudança na ideologia dos mercados ocorrida nos anos de 1980.

Influenciados pelas ideias neoliberais, os governos acreditavam que a desregulamentação conferida aos mercados era algo importante para o crescimento econômico, sendo assim, a intervenção do Estado na economia acabava por distorcer as expectativas dos investidores, não podendo haver assim, nenhum empecilho que dificultasse as negociações econômicas. Segundo Bresser (2009, p.134),

[...] tudo isto pode ocorrer porque os sistemas financeiros nacionais foram sistematicamente desregulados desde que, em meados dos anos 1970, começou a se formar a onda ideológica neoliberal ou fundamentalista de mercado. Para ela os mercados são sempre eficientes, ou, pelo menos, mais eficientes do que qualquer intervenção corretiva do Estado, e, portanto, podem perfeitamente ser auto-regulados.

Até meados dos anos 1960, o sistema de Bretton Woods havia proporcionado uma estabilidade ao sistema econômico e até a década de 1970, os países seguiam os preceitos da teoria keynesiana quanto a participação do Estado na economia, porém, no final dos anos de 1970 e começo dos anos 1980, a mudança na ideologia pode ser explicada pelo fato que a economia mundial passou a enfrentar uma forte recessão. Países como EUA e Inglaterra

passaram a ter grandes dificuldades em termos de crescimento, inflação e elevado endividamento.

Com a chegada da recessão mundial a teoria macroeconômica Keynesiana foi apontada pelos economistas neoliberais por provocar tal crise, isto porque essa teoria defendia que o estado deveria intervir na economia através de políticas fiscais em tempos de insuficiência da demanda efetiva, visando assim, estimular a demanda como forma de aumentar o investimento, o emprego e a renda. Segundo Bresser (2009, p.134),

[...] ideologia ultraliberal era legitimada nos Estados Unidos pela teoria econômica neoclássica – uma escola de pensamento que foi dominante entre 1870 e 1930, que entrou em crise e foi substituída pela teoria macroeconômica keynesiana, que se tornou dominante nas universidades até meados dos anos 1970, e voltou à condição dominante desde então por razões essencialmente ideológicas. Economistas como Milton Friedman, James Buchanam, Mancur Olson, Robert Lucas, Kydland e Prescott apontaram suas armas contra o Estado e se encarregaram de demonstrar matematicamente, “cientificamente”, com o auxílio dos pressupostos do *homo economicus*, das “expectativas racionais” e da “escolha racional” que o credo neoliberal era correto.

A resposta dos neoliberais para que as economias retornassem seu crescimento econômico era justamente deixar o mercado livre, sem intervenção do Estado, pois havia a ideia de esse se autorregulava. Segundo Lima (1995), Ronald Reagan, o então presidente dos EUA, passou a aplicar o modelo neoliberal na economia Norte Americana a partir de 1979 devido à intimidação de diversos grupos de interesses ligados ao governo. Várias medidas políticas foram adotadas com destaque para desregulamentação do mercado de trabalho, liberalização de capital e livre comércio. Além disso, podem-se destacar as inovações financeiras deste período que buscavam diminuir os riscos dos negócios: os derivativos financeiros e a securitização de crédito. Segundo Souza (2012 p. 01; p 34).

Estes instrumentos surgiram e/ou se disseminaram pelo sistema financeiro com a liberalização financeira acelerada, e até mesmo estimulada pelas autoridades políticas e econômicas, a partir da década de 1980 [...] a securitização de créditos permite a criação de um novo mercado de títulos de dívida privada, antes restrita aos portfólios bancários ou de instituições de financiamento. Já os mercados de derivativos permitem a negociação dos valores futuros de preços e taxas de ativos ou os valores de algumas variáveis econômicas, como taxa de juros e de câmbio, e índices.

A securitização é um processo de transformação de um conjunto de dívidas em um título negociável. Já os derivativos são instrumentos financeiros cujo preço deriva de outro ativo, é um contrato estabelecido entre duas partes, em que ocorre uma situação na qual o

ganho de uma das partes implica necessariamente na perda da outra, correspondendo assim, um jogo de soma zero, onde não há criação de riqueza, apenas a transferência de uma para a outra (FARHI, 1998). A desregulamentação do mercado financeiro nos países desenvolvidos e as inovações financeiras levaram ao desenvolvimento do mercado subprime. Além disso, permitiu que a crise contagiasse outros países. De acordo com Souza (2012, p. 47),

Desta forma, as inovações financeiras e a própria estrutura do sistema financeiro configurada no pós-1980 contribuíram para espalhar em diversos portfólios um grupo de ativos associados ao mercado de dívida privada e multiplicar prejuízos através da especulação nos mercados futuros

Para afastar as expectativas pessimistas que rondavam a economia norte-americana após o estouro da bolha da internet em 2000 e devido ao atentado terrorista de 11 de setembro em 2001, o governo americano reduziu a taxa de juros em uma tentativa de reanimar a economia. O mercado por sua vez, passou valorizar os investimentos no setor imobiliário, visto que este setor oferecia um alto grau de rendimento e um campo amplo de oportunidades de investimento, o que poderia incentivar a retomada do crescimento econômico.

O mercado de subprime se expandiu muito a partir 2001 juntamente com a expansão do mercado imobiliário propiciando condições fundamentais que desencadearam a crise de 2008. Esse mercado aliado às inovações financeiras como os derivativos de crédito e o processo de securitização ampliaram e facilitaram as concessões de crédito pelos bancos e não bancos. Esses instrumentos financeiros somados aos incentivos dos governos favoreceram o aumento da liquidez e a formação de um ambiente de otimismo e confiança sobre os investidores.

Entretanto, devido a maior liberdade conferida na economia, os bancos e instituições financeiras passaram a buscar novos mercados com finalidade de aumentar seus lucros. Um mercado que se mostrou promissor nos EUA foi o setor imobiliário que apresentava um amplo mercado em expansão e oferecia um bom potencial de lucro. Para estender e incluir o financiamento de hipotecas aos tomadores que não possuíam renda, emprego ou um ativo para dar como garantia, mas que formavam um enorme contingente da população, os bancos e instituições financeiras passaram utilizar métodos estatísticos e matemáticos para análise de crédito como forma de prever se um possível tomador era ou não um bom pagador. (CARVALHO, 2008).

Esse método facilitou a concessão de crédito e o aumento do endividamento das famílias e empresas. Muitas famílias no EUA, para manter seu padrão de consumo, recorriam ao mercado hipotecário a fim de obter financiamento para pagar suas dívidas e incorrer em outra. Logo, o aumento da demanda provocou o aumento dos preços dos imóveis, caracterizando assim, uma bolha hipotecária. Segundo Blanchard (2011, p.537),

[...] os credores imobiliários estavam cada vez mais dispostos a conceder empréstimos para mutuários de riscos. Esses empréstimos, conhecidos como hipotecas subprime, existem desde o meado dos anos de 1990, mas se tornaram cada vez mais frequentes nos anos 2000.

Percebe-se que o forte otimismo na economia possibilitou a transformação de estruturas financeiras sólidas do tipo *Hedge* em especulativa. Os bancos e não bancos estarecidos pelas expectativas de rendimentos futuros reduziram suas margens de segurança ao conceder empréstimos a pessoas com histórico duvidoso. Segundo Torres Filho (2008), em 2001 do total das novas hipotecas emitidas, as hipotecas subprime correspondiam a 8,6%, e em 2006 passaram a representar cerca 20,1%. Já o total de hipotecas subprime securitizadas cresceram de 50,4% para 80,5% entre o período de 2001 a 2006.

Entretanto, os bancos e as instituições financeiras não agiram sozinhos no processo de expansão e disseminação dos títulos securitizados pela economia. Muitas agências de rating recebiam volumosas comissões para transformar títulos de alto grau de risco em títulos considerados seguros, facilitando assim, sua transição, visto que os agentes do mercado acreditavam que estes eram confiáveis, mas na realidade possuíam bases duvidosas. Os produtos criados permitiam que as casas hipotecárias não contabilizassem esses valores em seus balanços. Segundo Roubini e Mihm (2010, p.43),

As várias agências de classificação de risco de título de crédito –Fitch, Moody’s, Standard & Poor’s [...] ganharam gordas comissões com a securitização, e estavam mais do que dispostas a transformar os empréstimos podres em títulos mobiliários folheados a ouro, que davam retornos livres de riscos.

Todas essas transformações de uma dívida em um título negociável através do processo de securitização e do derivativo de crédito facilitaram as negociações no mercado e permitiram o aumento do endividamento pelas famílias e empresas, originando assim, obtenção de lucros extraordinários pelas instituições. Porém, com o reajuste da taxa de juros a partir de dezembro de 2004 e com a queda nos preços dos imóveis provocada pelo desaquecimento no setor imobiliário em 2006, levaram a uma onda de inadimplência pela

economia. Segundo Carvalho (2008, p.19): “tudo ia bem até que algumas dessas hipotecas chegaram ao ponto em que os juros seriam reajustados, ao mesmo tempo em que a economia norte-americana já não se mostrava tão vigorosa, ao final de 2006”.

Na medida em que os clientes não honravam seus compromissos os valores dos imóveis começaram a cair, uma vez que, a oferta aumentava enquanto a demanda por esse tipo de bem não acompanhava esse crescimento. Segundo Krugman (2009, p.175),

[...] enquanto os preços das casas se mantivessem em alta, os mutuários em dificuldades sempre poderiam renegociar os empréstimos ou vender a casa para liquidar a dívida. Logo que os preços passaram a cair, em vez de subir, e as vendas de tornaram mais difíceis, os índices de inadimplência começam a subir

Em suma, criou-se uma situação onde os derivativos de crédito negociados viraram um rombo nos quais as casas hipotecárias, bancos e seguradoras não conseguiram suportar sozinhas. Os casos Fannie Mae, AIG e Lehman Brothers foram os mais célebres e tiveram repercussão na economia mundial, quase levando o sistema financeiro norte americano ao colapso, necessitando da intervenção do governo para que se estabilizasse a situação e gradual retomada da economia. Todo esse desencadeamento econômico provocou uma crise de crédito e um pânico total nos agentes econômicos. De acordo com Roubini e Mihm (2010, p.10),

Em alguns meses, o Bear Stearns era uma lembrança distante e o Lehman Brothers tinha entrado em falência. Logo depois, o Bank of American absorveu a Merrill Lynch, e o Morgan Stanley e o Goldman Sachs foram forçados a se sujeitar a uma maior supervisão regulamentar, tornando-se holdings bancárias.

A economia norte-americana entre 2001 a 2008 passou por todas as etapas de um ciclo econômico, já descrito por Keynes (1936). Para este autor, os ciclos econômicos são marcados por período de crescimento e recessão, são momentos de grandes flutuações no nível de renda, emprego e da produção. Os ciclos ocorrem em etapas. A primeira delas é caracterizada por um otimismo exagerado sobre a renda futura, capaz até mesmo de superar a queda na eficiência marginal do capital e por uma expansão do crédito e assim, do endividamento das instituições, endividamento esse caracterizado pela predominância do financiamento do tipo ponzi e especulativo. A terceira etapa é caracterizada por uma intensa frustração dos agentes que não obtém o retorno esperado dos investimentos. Neste cenário a eficiência marginal do capital entra em colapso ocasionando o aumento pela preferência liquidez, uma vez, que a moeda é considerada o ativo mais seguro. O pessimismo e incerteza

sofre o futuro tomam conta dos mercados acarretando uma queda nos preços dos ativos, pânico e uma grave recessão.

Pode-se perceber que a crise financeira de 2008, perpassa por todas essas etapas dos ciclos econômicos apontados pelos Keynesianos. Desde o momento de grande euforia até mesmo o aumento do endividamento, a frustração, queda nos preços das ações, assim como racionamento do crédito, pânico e a recessão. Mas será que a teoria Keynesiana consegue explicá-la e quais são suas possíveis soluções para que o surgimento de crises financeiras sejam menos decorrentes na economia?

1.2 OBJETIVO

1.2.1 Objetivo geral

Analisar os fatores responsáveis pelo desencadeamento da crise de 2008, à luz das explicações Keynesianas.

1.2.2 Objetivos específicos

- a) Sintetizar brevemente as principais formulações teóricas sobre crises econômicas.
- b) Descrever a crise financeira de 2008, destacando os principais fatores econômicos que contribuíram para o seu desencadeamento e seus efeitos sobre a economia mundial.
- c) Expor a teoria Keynesiana e seus principais instrumentos para que o surgimento de crises financeiras se tornem menos regulares na economia.

1.3 Metodologia

Para entender a crise de 2008 no mercado Norte Americano por um prisma Keynesiano dos ciclos econômicos, a pesquisa seguirá o método qualitativo para atingir os objetivos definidos, visto que ela se propõe observar e analisar o comportamento dos agentes em cada estágio do ciclo abordando desde momento euforia até a recessão, sendo assim, não serão utilizados modelos econométricos e matemáticos para explicação de eventos e situações que rondam em torno da crise financeira de 2008. De acordo com Keynes (1936), os participantes do mercado tomam suas decisões de investimento conforme suas expectativas de rendimentos futuros e não por meros cálculos matemáticos. Segundo próprio Keynes (1996, p.169-170),

Além da causa devida à especulação, a instabilidade econômica encontra outra causa, inerente à natureza humana, no fato de que grande parte das nossas atividades positivas depende mais do otimismo espontâneo do que de uma expectativa matemática, seja moral, hedonista ou econômica. Provavelmente a maior parte das nossas decisões de fazer algo positivo deva ser considerada a manifestação do nosso entusiasmo [...] e não o resultado de uma média ponderada de lucros quantitativos multiplicados pelas probabilidades quantitativas. [...] uma vez que as bases para realizar semelhantes cálculos não existem e que o nosso impulso inato para a atividade é que faz girar as engrenagens, sendo que a nossa inteligência faz o melhor possível para escolher o melhor que pode haver entre as diversas alternativas [...].

Desta forma, o trabalho segue o propósito de analisar as relações sociais, onde o comportamento dos agentes do mercado será a fonte de estudo principal da pesquisa para compreensão dos fatores que desencadearam a crise financeira de 2008. “A pesquisa qualitativa preocupa-se, portanto, com aspectos da realidade que não podem ser quantificados centrando-se na compreensão e explicação da dinâmica das relações sociais” (GERHARDT; SILVEIRA, 2009, p.32).

Além disso, a pesquisa se propõe analisar a falta de regulamentação atribuída aos mercados financeiros e, sobretudo aos bancos comerciais logo após o fim do sistema de Bretton Woods, onde os países passaram a ter uma maior liberdade de fluxos de capitais internacionais em decorrência do fim das paridades fixas, e ao mesmo tempo o mundo conferiu a ascensão do ideário neoliberal no período da década de 70/80, como forma de combater a falta de crescimento conferida em alguns países, como por exemplo, os EUA e a Inglaterra. A liberalização econômica e a desregulamentação financeira, segundo a teoria keynesiana são responsáveis por gerar ambiente de instabilidade financeira. Segundo esta teoria, os mercados não se autorregulam e o Estado deve sempre intervir em tempos de insuficiência da demanda agregada, assegurando o nível de pleno emprego na economia.

Para compreender o que a teoria keynesiana diz a respeito dos fatores que levam ao surgimento de crises e quais são seus instrumentos de superação far-se-á uma revisão breve das principais formulações teóricas sobre crise econômica e como deve ser a atuação do Estado na economia da escola Neoclássica, da Teoria Geral de Keynes e do Pós-Keynesiano, Minsky.

Para isso, este trabalho assenta-se numa revisão bibliográfica, como livros, dissertações, monografias e artigos utilizados para realização da pesquisa e sendo analisados de forma descritiva, com intuito de enriquecer os estudos já realizados por outros pesquisadores, proporcionando assim, um maior conhecimento do problema. A pesquisa descritiva, segundo Cerro, Bervian e Silva (2007, p. 61-62),

A pesquisa descritiva observa, registra, analisa e correlaciona fatos ou fenômenos (variáveis) sem manipulá-los. Procura descobrir, com maior precisão possível, a frequência com que um fenômeno ocorre, sua relação e conexão com outros, sua natureza e suas características. Busca conhecer as diversas situações e relações que ocorrem na vida social, política e econômica e demais aspectos do comportamento humano, tanto do indivíduo tomado isoladamente como de grupos e comunidades mais complexas.

1.4 Estrutura da Monografia

O trabalho está estruturado em quatro capítulos. O primeiro está relacionado com a introdução do assunto, apresentando o tema, os objetivos gerais e específicos, e assim, como seus métodos de pesquisas. O segundo capítulo, irá descrever de forma breve o que as teorias neoclássicas, keynesiana e pós-keynesiana dizem a respeito sobre crises econômicas e, sobretudo como o Estado deve ou não intervir na economia em tempos de insuficiência da demanda agregada.

Em seguida, no terceiro capítulo, explicará a crise financeira nos EUA no ano de 2008, abordando os elementos macroeconômicos que facilitam o crescimento do setor imobiliário, como por exemplo, a falta de regulamentação, expansão do crédito, os instrumentos financeiros como derivativos e a securitização etc.. Além disso, este capítulo irá demonstrar as etapas da economia Norte Americana que por fim levaram a sua recessão.

E por fim, no quarto capítulo será abordada a teoria econômica Keynesiana sobre a demanda efetiva, como esta explica o surgimento dos ciclos econômicos, começando por uma análise desde o momento da euforia à recessão e quais são os instrumentos defendidos por essa teoria para a superação das crises.

2. REVISÃO TEÓRICA SOBRE CRISES ECONÔMICAS NAS VISÕES NEOCLÁSSICA, KEYNESIANA E PÓS-KEYNESIANA

Introdução

Neste capítulo é feita uma revisão teórica das doutrinas econômicas, Neoclássica, Keynesiana e pós-keynesiana destacando seus postulados sobre as crises econômicas. O sistema capitalismo já se mostrou muitas vezes propenso a crises avassaladoras, como a depressão de 1929 e mais recentemente na crise de 2008, que destruiu níveis de emprego, consumo, produção, investimento, e principalmente, as expectativas dos agentes econômicos que passam a ser mais pessimistas sobre o futuro.

Ao mesmo tempo em que o sistema capitalista proporciona inovações que melhoram as estruturas financeiras e produtivas na economia e os chamados *booms* de investimento, ele pode também aumentar os riscos relacionados ao endividamento, levando assim à formação de bolhas de ativos e de crédito que, ao estourarem, provocam deflação e contração da economia e conseqüentemente o pânico. Algumas teorias acreditam que as crises econômicas são passageiras e são decorrentes da excessiva intervenção dos governos na economia e dos sindicatos que distorcem as expectativas dos agentes. Logo, para o bom funcionamento da economia era necessária sua liberdade, sem intervenção, uma vez que acredita-se que a economia se ajusta automaticamente. Outras acreditam que é fundamental a intervenção do governo em tempos de insuficiência da demanda e que o liberalismo econômico só provoca ainda mais dificuldades à economia. Além disso, acredita-se que o sistema capitalista é instável por natureza e está sujeito a longas e profundas crises financeiras.

Para uma melhor organização, este capítulo foi dividido por teoria. A primeira escola a ser retratada será a escola neoclássica, sendo esboçados seus ensinamentos do pressuposto da racionalidade, da individualidade, da não intervenção do Estado, assim, como outros. A segunda doutrina ilustrada será teoria geral de Keynes e seus princípios fundamentais. E a última diz respeito aos ensinamentos de Minsky, principalmente na estrutura financeira e a questão do endividamento na economia.

2.1 Concepções da Escola Neoclássica

A teoria marginalista ou neoclássica nasceu por volta de 1870, como forma de contrapor a teoria do valor-trabalho difundida pela teoria clássica e principalmente pela teoria marxista. Seu surgimento está ligado não apenas a fatores econômicos, mas também políticos. Movimentos socialistas eclodiram devido à intensa migração rural-urbana que comprimiam ainda mais os salários dos operários. Além disso, a crise de superprodução, ocorrida a partir de 1840, devido à elevada expansão econômica no continente europeu, intensificou ainda mais a concentração de capital nas mãos da classe capitalista, pois esses eram donos não apenas do capital, como máquinas, insumos etc, mas também, da mão-de-obra da classe trabalhadora, intensificando ainda mais os conflitos entre essas duas classes, uma vez que esse aumento de riqueza foi difundido pela teoria marxista como apropriação indevida do trabalho não pago à classe operária (mais-valia) (MATTEI, 2011).

Para conter os movimentos sociais e manterem-se no poder, havia a necessidade do surgimento de uma teoria que fosse de encontro com os interesses desta classe dominante. E é a partir desse contexto, que a teoria econômica neoclássica surgiu, como forma de evitar a derrubada dos capitalistas pela classe operaria, dando-lhe confirmação a ordem burguesa (MATTEI, 2011).

De acordo com Bresser (1968) será através de Stanley Jevons, Leon Walras e Karl Menger que surgirá o conceito de utilidade marginal, ou seja, a teoria do valor subjetivo representando assim, parte dos fundamentos da teoria neoclássica. A teoria subjetiva era capaz de solucionar problemas tanto ideológicos como econômicos difundidos por Marx, de modo satisfatório na visão dos neoclássicos.

Segundo Mattei (2011) o “princípio da utilidade marginal”, onde o valor da mercadoria é determinado pela utilidade que o indivíduo obtém na aquisição na última unidade do bem, proporcionando-lhe satisfação, foi construída a partir da união de diferentes correntes, que tinham o mesmo propósito de refutar a teoria do valor-trabalho defendida por Marx.

A escola de Viena, fundada por Karl Menger, foi a grande responsável pela criação do “princípio da utilidade decrescente”. Ao tornar o comportamento do indivíduo, seus desejos e sua satisfação como a chave de toda sua fundamentação teórica, esta escola provocou uma mudança do debate econômico, na qual toda atenção era voltada para teoria valor-trabalho,

onde a produção e a distribuição de riqueza eram centro da teoria econômica até então vigente (MATTEI, 2011). Pelo princípio da utilidade decrescente o indivíduo vai se tornando cada vez mais indiferente a cada unidade adicionada do bem ao seu consumo, isto é, sua utilidade decresce conforme sua quantidade aumenta.

Já Leon Walras propôs um modelo de equilíbrio geral, na qual supõe que a capacidade de se autocorrigir do mercado elimina qualquer desequilíbrio decorrente através da variação dos preços, como por exemplo, um excesso de oferta na economia seria solucionado com redução dos preços até que todo esse excesso fosse eliminado, retornando ao equilíbrio. Logo, para quaisquer níveis de preços no mercado a demanda e a oferta devem ser iguais (HUNT, 2005). De acordo com Mattei (2011, p. 74): “[...] os preços de equilíbrio seriam definidos nos mercados, sendo que o equilíbrio representaria a compatibilização mútua dos interesses individualizados”.

É através do leiloeiro de Walras (figura metafórica) que a conciliação dos interesses dos indivíduos via preços de equilíbrio seria estabelecida. Segundo Dias (1994), para Walras a concepção do valor não dependia somente da utilidade, mas também de sua disponibilidade, isto é, é preciso que a mercadoria se apresente em quantidades limitadas, que seja rara, pois somente assim, sua troca representaria um sacrifício.

Para Willian Stanley Jevons, todo ato econômico se baseia na lei do prazer humano. Antes de qualquer decisão tomada pelo indivíduo far-se-á uma ponderação entre o que lhe dá mais prazer e menos dor. O termo utilidade para Jevons refere-se justamente à competência que uma mercadoria possui em proporcionar satisfação ao indivíduo, aumentando seu prazer ou afastando-o da dor. Porém, o grau de utilidade decresce conforme a quantidade do bem aumenta (REBELO, 1996). Para Jevons, o preço das mercadorias depende da utilidade que lhe é atribuída no ato do consumo, sendo assim, depende das preferências de cada indivíduo.

De acordo com Fonseca (1981), foi através de Alfred Marshall que a primeira síntese neoclássica foi delineada através da união de ideias dos pensamentos clássicos e marginalistas. A fundamentação teórica da escola neoclássica é composta pelo valor e formação de preços (clássicos) e pelo princípio do valor utilidade (marginalistas). Segundo Fonseca (1981, p. 48),

No longo prazo, novas firmas podem ser criadas, [...] as já existentes tem tempo suficiente de expandir a capacidade instalada. Assim a quantidade ofertada pode se ajustar a pressões de demanda, permitindo que preços sejam determinados pelos

custos de produção. Em um prazo muito curto, ao contrário, não é possível a expansão das instalações nem a entrada e saída de firmas; cabe, então, os preços se ajustarem a variações na demanda. Como a oferta é dada, cabe à demanda determinar os preços.

Com isso, temos que para Marshall não é somente a utilidade conferida aos bens que formam os preços da mercadoria, mas também seus custos de produção. Ou seja, para ele era necessário levar em conta na formação dos preços, não somente o lado da demanda, mas também o lado da oferta, incorridos pelos custos de produção. Segundo Mattei (2011) tais custos não foram relacionados com gastos reais, como salários, insumos etc., mas como privações dos empresários.

Logo, é através dos marginalistas, Menger, Walras e Jevons que o conceito de valor-utilidade passou a ser o centro dos estudos econômicos desbancando a teoria valor-trabalho apresentada até então pelos clássicos. Já em Marshall há um elo entre as teorias clássicas e marginalistas, entre custo de produção e utilidade, formando assim, a teoria neoclássica. Segundo Ocio (2000, p.10),

Ao definir a utilidade como medida de valor, os economistas neoclássicos estabelecem o princípio de sua maximização subjetiva como fundamento das leis que regulam a economia. A escolha da melhor alocação dos recursos escassos, seja renda ou fatores de produção, passa a ser uma opção individual entre vários usos alternativos. Fica descaracterizada a relação social implícita no processo de produção e alocação característica da economia política clássica.

As suposições da teoria neoclássica foram estabelecidas a partir do individualismo metodológico, na qual o comportamento do indivíduo de produzir e de consumir e como estes tomam suas decisões embasam todo o funcionamento da economia, tornando-o seu principal meio de análise (BRESSER, 1968). Parte das ações de cada indivíduo existente na sociedade e não em entidades coletivas como forma de explicação dos fenômenos econômicos ocorridos em um país. Segundo Carneiro (2004, p. 18)

As relações interpessoais e a sociedade passaram a ser vistas como instrumentos criados pelo homem e para o homem. A sociedade existiria por ser útil, pois, caso contrário, os indivíduos seguiriam seus caminhos isoladamente. Nesta nova concepção, o indivíduo não estaria mais amarrado ao grupo social a que pertence e somente o interesse próprio o governaria.

Todas as decisões realizadas pelos participantes existentes na sociedade são tomadas de acordo com a predileção e os interesses de cada um, isso significa dizer que as decisões são tomadas de forma autônoma, isto é, não depende de um grupo social, uma vez que se presume

que o indivíduo é plenamente capaz de realocar os recursos da natureza, que são limitados e cada vez mais escassos, de forma eficaz, pois o Homem é considerado um ser único, dotado de racionalidade. Segundo Ocio (2000, p.23), “Admite que os agentes econômicos são perfeitamente racionais, e ao procurar seu benefício individual obtém como resultado a realização do interesse coletivo”.

A filosofia individualista é ancorada na percepção de “*Homo economicus*” que pressupõe que todos os indivíduos são dotados de plena racionalidade e fazem suas escolhas de acordo com seus desejos e preferências, buscando sua máxima satisfação. De acordo com Carneiro (2004, p.17)

Por ser racional, o homem avaliaria todas as alternativas colocadas para escolher uma que oferecesse o máximo de prazer e um mínimo de dor. O homem seria capaz de ser frio e calculista a ponto de abandonar o instinto, o hábito, as convenções e se concentrar apenas em uma avaliação racional do prazer e da dor,

Os princípios que regem toda a teoria neoclássica são baseados na ideologia do livre mercado. Esse pressuposto nos diz que todo homem de negócio deve ter liberdade plena para satisfazer seus anseios e desejos, sendo que para isso, a economia não poderia apresentar qualquer tipo de empecilho. A liberdade individual é vista como um fator fundamental para o funcionamento ótimo da economia. Além disso, o livre comércio estimula a concorrência entre as empresas e esse processo obrigada os empresários a investirem em novas técnicas de produção, a se reinventarem, melhorando cada vez mais a qualidade dos produtos e diminuindo seus custos, tornando assim, o uso eficiente dos recursos que são limitados (MATTEI, 2011).

O liberalismo econômico presente na escola neoclássica defende a não intervenção do Estado na economia, pois todo seu embasamento teórico pressupõe que a economia se autorregula, tendendo naturalmente para o pleno equilíbrio. Para os defensores do *laissez faire*, o Estado teria um papel ínfimo na sociedade, cabendo-lhe apenas a função mais básica da economia, como manter a liberdade individual, assegurar os direitos da propriedade privada, zelar pela segurança, cuidar do bem estar do cidadão investindo em saúde e educação.

A lei de Say está por detrás da teoria neoclássica. Herdada pelos economistas clássicos, que também fundamentaram suas teorias de acordo com esse pressuposto, na Lei de Say as chamadas crises de superprodução são inexistentes, uma vez que tudo que for

produzido em um país pode ser imediatamente consumido, isto é, “toda a oferta cria sua própria demanda”. De acordo com Souza ([2000?], p.18),

Toda a atenção estava centrada no ato de produzir, de onde derivou a lei dos mercados ou lei de Say: tudo o que fosse procurado seria vendido, pois as rendas geradas pela nova produção correspondia, ao mesmo tempo, aos recursos necessitados pelos consumidores para a aquisição da produção aumentada. Desse modo, não haveria crise econômica pela existência de produção não vendida, com aumento de estoques, seja pelo fato das empresas terem produzido acima das necessidades de consumo (crise de superprodução), seja porque o consumo não cresce na proporção da oferta por insuficiência de renda, ou achatamento salarial (crise de subconsumo)

Segundo Carvalho e Carvalho (2013) são várias as explicações que mostram a permanência da Lei de Say por vários anos, como uma teoria capaz de explicar os fenômenos econômicos. Além de representar os interesses da classe capitalista, uma vez que, as chamadas crises de superprodução são impossíveis de ocorrer, a Lei de Say é capaz de mostrar que o sistema capitalista consegue realocar os recursos naturais, que são limitados, da melhor maneira possível, sendo plenamente eficiente. Outro fator apresentado por Carvalho e Carvalho (2013, p. 50) é que: “[...] a dominação da apologética da Lei de Say foi facilitada pela falsa transposição da experiência da economia individual a economia como um todo”.

Ao formar sua teoria a partir do pressuposto da racionalidade, onde o comportamento do indivíduo, suas escolhas e preferência são as fontes principais de sua análise de estudo e, além disso, ao ancorar parte de sua fundamentação teórica de acordo com as premissas da Lei de Say, a teoria neoclássica não consegue explicar os fatos que ocorrem no mundo real. De acordo com Mattei (2011, p. 18),

Partindo-se da capacidade do mercado, de atender a todas as satisfações materiais do homem, afirma-se que o uso eficiente dos meios escassos propicia os melhores resultados. Com isso, a teoria deixa de tratar os fenômenos reais para enfatizar os problemas de escolhas, tornando as explicações extremamente subjetivas e pouco empíricas.

Para Carvalho e Carvalho (2013) a Lei de Say não é compatível com a realidade, o mundo real, pois caso fosse, ela não seria capaz de explicar os excessos de demanda por moeda ocorridos na economia e, conseqüentemente, os desequilíbrios nos mercados monetários causados por tal excesso.

Por estar atrelada à Lei de Say, a teoria neoclássica, assim como a teoria clássica possuem legitimidade somente se a moeda obtiver um papel simplório na economia: como

meio de troca e unidade de conta. Ou seja, a moeda não é reserva de valor. Isso significa dizer, que a moeda não tem capacidade de transportar riqueza ao longo do tempo, não sendo interessante para os participantes do mercado seu entesouramento, pois ao se fazer isso, o individuo estaria perdendo dinheiro ao invés de ganhar com a taxa de juros se esse dinheiro fosse aplicado. Segundo Bresser (1968, p.12),

Say desenvolveu sua lei tendo em vista uma economia de trocas. [...] quando analisamos os pressupostos da macroeconomia clássica, a moeda seria um simples meio de troca. Não seria usada como um meio de reserva de valor, não seria entesourada. Conservar moeda disponível implicaria em uma desutilidade, em deixar de receber a taxa de juros correspondente àquele dinheiro. Ora, uma desutilidade não remunerada seria incompatível com a teoria do valor baseada na utilidade marginal. E assim, na medida em que todo o dinheiro recebido fosse imediatamente gasto, ficava assegurado o funcionamento da lei de Say.

Por ser considerada como meio de troca e unidade de conta, a moeda é considerada neutra. Isto é “[...] o valor total de todos os bens e serviços produzidos e vendidos é sempre igual ao valor total de todos os bens e serviços demandados e comprados no mercado [...]” (CARVALHO; CARVALHO, 2013, p. 54).

A taxa de juros é uma variável muito importante para a teoria neoclássica, uma vez que sua alteração afeta não somente o consumo, mas também, a poupança e os investimentos de uma economia. Segundo Bresser (1991) a taxa de juros é o preço do capital e sua determinação ocorre pela interação da oferta de poupança e pela demanda por investimento. E é através da taxa de juros que o equilíbrio entre poupança e investimento pode ser conquistado. De acordo com Bresser (1968) é através do mercado de capitais que toda a poupança pode ser transformada em investimento, uma vez que o poupador ao comprar títulos emitidos pelas empresas, ele possibilita que essa, ao auferir a poupança, amplie seus investimentos. Segundo Ocio (2000, p.33-34),

No mercado de capitais, a oferta de fundos para empréstimo, a poupança da economia, resulta do comportamento das famílias que maximizam utilidade aumentando a parcela de renda poupada quando a taxa de juros sobe, diferindo o consumo presente em favor do futuro.

Logo, a taxa de juros pode ser considerada como uma gratificação pelo sacrifício de postergar o consumo presente a favor do consumo futuro. E quanto maior é a privação pela espera, maior são as oportunidades de alavancar o capital.

Outro ponto crucial na teoria neoclássica é que os preços e salários podem ser alterados conforme as diretrizes da oferta e demanda por bens e serviços e por trabalhadores. Ao tornar os preços e salários flexíveis, essa teoria descarta qualquer hipótese de trabalho involuntário, ou seja, o mercado suprirá qualquer demanda por trabalhadores, isto é, quem estiver disposto a vender sua mão-de-obra encontrará sempre um comprador, logo a economia sempre convergirá para o nível de pleno emprego. De acordo com Bresser (1968) quando a economia está passando por certa retração e aumento do desemprego em consequência de uma queda na procura, os salários e preços por serem flexíveis, podem ser reduzidos a fim de estimular a procura e assim a produção, reestabelecendo o pleno emprego, sem que para isso, haja a necessidade da intervenção do Estado. De acordo com Ocio (2000, p.25),

No mercado de trabalho, a desutilidade marginal do trabalho define, subjetivamente, a oferta de mão-de-obra, enquanto a demanda depende, objetivamente, de sua produtividade marginal, sendo que a flexibilidade dos salários nominais garante o equilíbrio no nível de pleno emprego.

A teoria neoclássica propõe somente a existência de desemprego voluntário e friccional. O desemprego voluntário ocorre quando os trabalhadores não aceitam ganhar salários menores aos quais estes acrescentam na produção, deste modo, o lazer, proporcionado pela escolha de não trabalhar, gera maiores benefícios em termos de utilidade do que os salários oferecidos. O desemprego friccional ocorre devido ajustes temporários na economia. Segundo Prebisch (1998, p. 27)

Se há desemprego isso só pode dever-se a que os trabalhadores se recusam a aceitar salários que corresponde à queda da produtividade marginal do trabalho. O desemprego é um fenômeno voluntário que se corrige com a redução adequada dos salários. Salvo a falta de emprego provocada temporariamente pelos ajustes dos sistemas econômico, devido ao tempo de demora o deslocamento de trabalhadores de uma atividade para outra.

Logo, temos que o preço do salário será de acordo com que os trabalhadores adicionam na produção, isto é, com produto marginal do trabalho, uma vez que os salários são plenamente flexíveis.

Segundo Ocio (2000), outra premissa muito importante dessa teoria é que ela não admite a existência do sentimento de incerteza pelos participantes dos mercados, uma vez que, o tempo não é um fator determinante de suas decisões, visto que os participantes

possuem plena informação e todos conhecem o mercado, sendo assim, os riscos inerentes ao seu futuro podem ser antevistos e assim calculados e protegidos.

Assim temos que a teoria neoclássica ao basear parte de sua teoria no pressuposto da racionalidade, na teoria do valor-utilidade e principalmente ancorada na Lei de Say não admite a existência de possíveis crises, já que pressupõe que os mercados financeiros são plenamente eficientes e utilizam os recursos limitados da melhor maneira possível, tendo em vista que essa doutrina baseia-se no pressuposto da racionalidade. Além disso, a economia para essa teoria está sempre em equilíbrio, uma vez que todo e qualquer desequilíbrio temporário pode ser resolvido, pois os salários, preços e taxa de juros são flexíveis, isto é, podem ser alterados para que a economia retorne a condição de equilíbrio. De acordo com Ocio (2000, p.25),

Portanto, a flexibilidade de preços, salários nominais e taxa de juros, é a condição suficiente e necessária, para a obtenção do equilíbrio em cada mercado particular. Isto é, a constelação de preços reflete fielmente as melhores opções dos produtores e consumidores de acordo com suas preferências presentes e futuras. Atingido o equilíbrio ele permanecerá indefinidamente.

Segundo Basilio (2008) sob a ótica neoclássica, a existência de uma crise em um país só pode estar ligada à extrema intervenção do governo na economia que acaba por alterar quaisquer expectativas dos agentes e o funcionamento dos mercados. Caso isso aconteça, a solução apontada por essa escola será em cortar gastos do governo, isto é, imposição de um forte ajuste fiscal com a função de elevar a poupança interna. Logo, o aumento da poupança seria então canalizado para os investimentos que propiciariam o retorno ao crescimento. Segundo Ocio (2000, p.40),

Sua culminação é a Economia do Bem-Estar, como a mais sofisticada elaboração do marginalismo, cujo propósito é provar que o capitalismo de livre mercado é um sistema absolutamente justo na distribuição e eficiente na alocação, não havendo, portanto, qualquer razão para a intervenção normativa ou regulatória do poder público.

2.2 A Teoria Geral de Keynes

Ao basear parte de sua teoria no pressuposto da Lei de Say, onde qualquer quantidade produzida na economia será absorvida pela demanda, a teoria neoclássica afasta qualquer possibilidade de uma crise de superprodução. Além disso, essa teoria considera que os mercados são altamente eficientes, uma vez que, preços e salários podem ser ajustados conforme a demanda e oferta, mantendo-se assim, em pleno equilíbrio. Com isso, tem-se uma teoria na qual a existência de desemprego involuntário não ocorre na economia.

Porém, com a crise de 1929, todo enfoque da teoria neoclássica se viu em contradição, uma vez que ela não era mais capaz de explicar os fenômenos econômicos ocorridos neste contexto. Segundo Ocio (2000), a crise de 1929 não poderia ser vista como mero desequilíbrio temporário, pois ela se fez presente até no início da segunda guerra mundial (1939). Suas consequências foram desastrosas para a economia. Políticas como redução dos salários e da taxa de juros foram colocadas em prática tendo por objetivo incentivar os investimentos e a produção, mas medidas como essa não surtiram efeito, pelo contrário, nos EUA os investimentos e a produção sofreram forte queda e conseqüentemente teve-se o aumento no índice de desemprego, passando de 3,2% para 23,6%, entre 1929 a 1933.

Com o aumento do desemprego, queda nos investimentos e retração da produção, ficou evidente o colapso da teoria neoclássica. Porém, entra em cena, uma nova teoria capaz de explicar os fenômenos advindos da crise de 1929, a Teoria Geral de Keynes (1936).

De acordo com Mattei (2011), a estrutura da teoria keynesiana é uma crítica à lei de say, ao pleno equilíbrio dos mercados decorrente da flexibilidade dos preços, a existência do desemprego voluntário e a neutralidade da moeda, ou seja, incapacidade de afetar variáveis reais na economia.

Segundo Bresser (1968), a teoria geral renuncia o princípio *laissez-faire*, mas isso não significava que Keynes era contra o capitalismo, pelo contrário, ele condenava as premissas propostas pelas então teorias clássica e neoclássica de que o mercado se autorregulava e tendiam naturalmente para o pleno emprego sem a possibilidade de existência de crise econômicas de longa duração. “A denúncia de Keynes ao *laissez-faire* partia da verificação que, deixado o sistema econômico por sua própria conta, tenderia ele, inexoravelmente, à crise crônica de subconsumo, e ao desemprego” (BRESSER, 1968, p. 23). Somente com a intervenção do Estado na economia é que o pleno emprego poderia ser ambicionado, uma vez que o Estado tem condições de estimular a demanda agregada, sobretudo por meio de política

de investimento em obras públicas, amenizando assim, a queda na demanda e o subconsumo (BRESSER, 1968).

A teoria de Keynes não está baseada no comportamento individual, nos interesses e nas suas preferências de cada participante do mercado, ou seja, no ato de produzir e consumir, como na teoria neoclássica, mas sim num conjunto de relações sociais, abordando o conceito de agregado, sendo assim, parte de uma abordagem microeconômica para a macroeconomia. Bresser (1968) enuncia a teoria keynesiana como união de todos os produtores, consumidores, dos investidores etc. sendo por esse motivo que a macroeconomia é apontada, muitas vezes, como economia agregada. Seu enfoque consiste, em uma economia monetária, nos estudos da renda, consumo, investimento e poupança.

Keynes tinha como objetivo principal explicar as alterações no nível de emprego, assim como os determinantes do desemprego e suas consequências sobre a renda e consumo. Keynes (1996) revoga a teoria neoclássica na qual a existência de desemprego, em tempos de depressão, é causada pela relutância dos trabalhadores a concordarem com uma diminuição dos seus salários nominais. De acordo com Prebisch (1998), para Keynes a causa do desemprego não está relacionada com tal oposição, até porque os trabalhadores não se opõem a uma queda dos salários reais, mas deve-se a insuficiência da demanda em consumir tudo aquilo que foi produzido em pleno emprego das forças produtivas.

Tanto a teoria keynesiana quanto a teoria neoclássica concordam em um ponto: “[...] que os salários correspondem à produtividade marginal no trabalho e que esta é decrescente conforme aumenta a quantidade de produção” (PREBISCH, 1998, p. 28). E é justamente a existência de rendimentos decrescentes na economia que leva a um aumento dos preços, refletindo assim, em uma queda nos salários reais dos trabalhadores, sendo muitas vezes aceita até certo limite pelos sindicatos (PREBISCH, 1998).

Nota-se que Keynes não abandona o princípio dos rendimentos decrescentes, mas rejeita a concepção da teoria neoclássica de que há um equilíbrio no mercado de trabalho proporcionado pela flexibilidade dos salários, isto é, pela capacidade do mercado em se auto ajustar.

Ocio (2000) aponta que Keynes propôs a introdução de novos princípios até então não considerados pela escola vigente, como fatores relevantes na explicação de sua teoria como o papel da incerteza, o tempo, a moeda como reserva de valor, ditando assim, toda conduta dos

participantes do mercado. “os agentes podem postergar ou antecipar decisões de gasto, poupança ou investimento, dada a versatilidade da moeda, que pode ser entesourada ou adiantada mediante créditos bancários” (OCIO, 2000, p. 51).

Ao proferir a insuficiência da demanda como fator gerador do desemprego, toda sua análise está centrada do lado da demanda e não do lado da oferta como a Lei de Say determina. Mas quais são os determinantes do emprego? Para Keynes (1996) o emprego depende das expectativas de produção. Logo, toda cadeia produtiva dependerá das previsões dos empresários referente ao preço que ele pode auferir, além dos seus custos, suas expectativas de rendimento futuro, caso adquira novos equipamentos de capital e assim, como sua demanda, ou seja, suas expectativas de venda futura.

A demanda efetiva, por sua vez, depende do nível dos investimentos e da propensão marginal a consumir. O investimento para Keynes é a variável mais importante da economia, uma vez que quando há uma contração da produção pelos empresários em virtude de uma queda na demanda agregada, o que por sua vez provoca um aumento da taxa de desemprego e uma queda no nível de renda, será através do aumento do investimento que este problema seria sanado ou através de mudanças na propensão a consumir, entretanto essa variável é mais difícil de ser manuseada. Segundo Keynes (1996, p.119 e 120),

[...] o emprego só pode aumentar *pari passu* com um aumento do investimento; a não ser, bem entendido, que ocorra alguma mudança na propensão a consumir. Com efeito, visto que no caso de um aumento do emprego os consumidores vão gastar menos do que o aumento no preço da oferta agregada, o dito aumento de emprego se revelará desvantajoso, a não ser que um acréscimo no investimento venha preencher a lacuna.

Prebisch (1998) mostra que para Keynes a demanda será insuficiente caso os investimentos não aumentem de forma apropriada, sendo assim, a produção real será menor do que produção potencial. Só haverá equilíbrio macroeconômico quando os investimentos forem capazes de absorver o resíduo da produção agregada, ou seja, parte da produção que não foi consumida.

Segundo Prebisch (1998) diferentemente dos clássicos e neoclássicos para Keynes, a poupança não determina os investimentos. É justamente o oposto, o ato de investir que leva ao aumento da renda, sendo que, parte dela será direcionada para a poupança dada à propensão a consumir. Caso o aumento da poupança não seja acompanhado pelo aumento dos investimentos, haverá uma retração da produção. Keynes (1996) demonstra que a poupança e o

investimento, embora a primeira refere-se ao comportamento agregado dos indivíduos e a segunda, dos empresários, ambas são resíduos da renda que não foi consumida. Logo, a poupança é igual ao investimento sendo desta derivada. Conforme Ocio (2000, p.63),

Keynes nega a teoria clássica dos juros, pois considera que investimento e poupança não são independentes, mas claramente relacionados, dado que a poupança se origina da renda gerada pelo investimento anterior. Portanto, os fluxos de poupança e investimento não podem ser tratados como fenômenos independentes, como ocorre no modelo clássico, porque fazem parte do mesmo processo de geração e expansão de renda, como o prova a teoria do multiplicador.

De acordo com Ocio (2000), na concepção keynesiana a emissão de título de dívida negociado no mercado é uma forma de financiamento para as empresas que pretendem investir no aumento de sua produção, o que por sua vez aumenta a liquidez na economia. Realizados os investimentos, esse irá permitir auferir uma renda tal no período subsequente, cuja parte dela será direcionada suficientemente para a poupança cobrir o empréstimo desse processo.

Apesar de ser considerada a variável mais importante, para Keynes (1996) o investimento também é a variável mais instável do sistema, visto que ela depende do nível de confiança dos empresários, das suas expectativas em torno de produção futura, pois o amanhã é incerto e não há cálculos que possam prever o que irá acontecer no longo prazo. Sendo assim, toda a atividade econômica é baseada na incerteza e expectativas que devem ser otimistas acerca do futuro para que a economia se mantenha em pleno emprego da produção potencial.

O investimento depende tanto da taxa de retorno efetivamente esperada como da taxa de juros. Keynes (1996) mostra que por de trás de toda decisão do empresário em adquirir um novo bem de capital, ou investir em nova instalação, existe o objetivo de obtenção de um fluxo de renda futura, caso contrário ele não aplicaria seu dinheiro neste processo, uma vez que ao ampliar seus investimentos ele está incorrendo a novos custos. É justamente essa relação entre custo presente (taxa de juros) e taxa de retorno esperada que consiste a eficiência marginal do capital. Segundo Keynes (1996, p.149),

Mais precisamente, defino a eficiência marginal do capital como sendo a taxa de desconto que tornaria o valor presente do fluxo de anuidades das rendas esperadas desse capital, durante toda a sua existência, exatamente igual ao seu preço de oferta.

Nota-se que a eficiência marginal do capital depende das expectativas dos investidores em torno de uma renda futura e do desembolso recorrente na aquisição de um novo bem de capital, ou seja, seu preço de oferta. Sua queda está relacionada com o aumento dos investimentos na economia que fazem com que os preços de oferta de bens de capital se tornem maiores devido ao aumento de sua procura, diminuindo assim, a renda esperada, uma vez que os custos elevam-se (KEYNES, 1996).

Logo temos que a eficiência marginal do capital é uma curva decrescente, uma vez que ela diminui a cada novo aumento de preço de oferta dos bens de capitais. Sendo assim, os empresários irão investir até que a eficiência marginal do capital seja igual a taxa de juros (OCIO, 2000).

Tem-se que, para Keynes (1996), a eficiência marginal do capital reflete um estado psicológico do investidor, de seu grau de confiança na economia, nas suas avaliações futuras, que podem não ser concretizadas. É justamente por ser uma variável instável, de base precária, e no qual o investimento depende de tais expectativas de ganho futuro, seu colapso repentino leva ao surgimento dos ciclos econômicos. Essa oscilação da atividade econômica nada mais é que uma característica do fenômeno de crise, que é marcado por movimentos ascendentes e decrescentes, sendo que a passagem da fase ascendente para descendente ocorre de modo rápido e violento, mas a passagem da fase descendente para ascendente ocorre de modo gradual.

A taxa de juros é outro fator do qual dependem os investimentos. Keynes aborda o papel da moeda não apenas para motivos simplórios como simples meio de troca como era para a teoria neoclássica, mas a moeda é parte fundamental de sua teoria, é capaz de carregar a riqueza ao longo dos anos, isto é, a moeda é reserva de valor. Para o modelo keynesiano, segundo Ocio (2000, p. 52),

A economia capitalista é um[a] economia monetária e não apenas uma economia de trocas, porque a moeda, na função de reserva de valor, permite modificar as motivações dos agentes, diferindo no tempo suas decisões e ações econômicas. O poder de compra pode ser “armazenado” no tempo, através do entesouramento, o que afeta, primeiramente, a demanda e a seguir a produção e o emprego.

A moeda é demandada por três motivos, segundo Keynes (1996). O primeiro refere-se ao motivo transação, isto é, a moeda como meio de troca para a realização comercial. Segundo, corresponde à moeda como motivo precaução, que nada mais é que uma reserva para eventuais obrigações em dinheiro, gastos ou oportunidade imprevistos. E o terceiro lugar

refere-se à moeda como motivo especulação. De acordo com Ocio (2000) é justamente a capacidade da moeda em carregar valor ao longo tempo que possibilitou o surgimento das atividades especulativas no mercado financeiro que são negociadas não pelos seus fluxos, mas sim, pelos seus estoques de capital.

Sendo assim, o indivíduo pode fazer uma escolha entre alocar seus recursos em forma de moeda devido à incerteza e os riscos inerentes do mercado financeiro, isto é, manter dinheiro sem ganhos com a taxa de juros, ou adquirir títulos com a possibilidade ganhos futuros com o aumento da taxa de juros. Mas todo esse processo depende do comportamento e das expectativas, assim como, sua propensão ao risco dos indivíduos (OCIO, 2000). O processo de reter moeda nas mãos é conhecido como preferência pela liquidez. Para Keynes (1996) é exatamente por não conhecermos o futuro da taxa de juros, uma vez que não podemos prevê-lo faz com que a incerteza tome conta do comportamento participante do mercado fazendo com que as pessoas entesourem a moeda.

A taxa de juros surgiu exatamente devido a escolha que o público terá que fazer entre reter a moeda (preferência pela liquidez) ou em outra forma de resguardar sua riqueza (títulos). Ela depende tanto da oferta quando da demanda por moeda. A taxa de juros é definida por Keynes como prêmio por abrir mão da liquidez. Segundo Souza (2012, p.9),

Desta forma, uma determinada taxa de juros implica em uma preferência do público em manter uma parte de sua riqueza na forma de moeda. Se esta taxa de juros for aumentada, haverá uma quantidade de riqueza monetária que o público não mais deseja que permaneça nesta forma.

Logo, se a taxa de juros é um prêmio por abrir mão da liquidez sua determinação não está condicionada apenas a política monetária que um país está incorrendo, mas também da propensão ao risco que os agentes estão dispostos assumir. Sendo assim, seu preço depende de fatores psicológicos, uma vez que, quando as expectativas dos agentes são pessimistas em relação ao futuro, devido à incerteza sobre a atividade econômica de um país, a taxa deverá aumentar para compensar toda essa perspectiva negativa, fazendo com que os participantes do mercado abram mão da liquidez em troca de taxa de juros mais favorável.

Para Keynes (1996) a taxa de juros monetária é especial perante as outras taxa de mercado, uma vez que a moeda possui certas peculiaridades: 1) A elasticidade de produção é pequena ou zero, ou seja, a moeda não pode ser emitida pela iniciativa privada. 2) Elasticidade da moeda é pequena ou zero, isto é, não existe um substituto capaz de fazer

frente a suas funções. 3) Baixo custo de conservação, ou seja, o entesouramento da moeda propicia custos irrelevantes. Para Prebisch (1998) é justamente por ter custos insignificantes que a preferência por liquidez da moeda não diminui da mesma maneira que outros bens, conforme sua quantidade aumenta, visto que sempre haverá pessoas que entesouram o dinheiro devido à incerteza inerente a taxa de juros, neste caso, a preferência pela liquidez possibilita maiores benefícios em termos de segurança do que os ganhos providos, caso esse dinheiro estivesse aplicado na taxa de juros.

A moeda é extremamente importante na teoria de Keynes não somente porque ele afeta toda tomada de decisão dos agentes, assim como o nível de produção e emprego, mas também por apresentar características que nenhum outro bem possui, sendo assim, a moeda é objetivo singular e é exatamente por sua natureza insólita, que a torna o símbolo de desejo de todos os participantes do mercado, principalmente do sistema produtivo e financeiro de um país.

Nota-se que tanto a eficiência marginal do capital quanto as taxas de juros dependem das expectativas dos agentes quanto ao futuro, uma vez que não existem métodos capazes de prevê-lo, sendo assim, a variável investimento é sujeita a fatores subjetivos, já que sua decisão depende dos possíveis rendimentos futuros e da preferência pela liquidez, não podendo ser medido através de cálculos que obtenha um resultado concreto.

Para Keynes (1996) uma queda na taxa de juros permite uma ampliação dos níveis de investimento e, por conseguinte o nível de produção e emprego, uma vez que propicia a elevação da eficiência marginal do capital, ou seja, a demanda por investimento aumenta. Já sua elevação reduz a eficiência marginal do capital e assim, os investimentos.

Logo, bastaria às autoridades reduzir a taxa de juros para que os investimentos aumentassem economia? A resposta é não para Keynes, uma vez que a taxa de juros depende muito de tais expectativas dos agentes e caso há instalado na economia um estado de pessimismo, desconfiança, onde reina a incerteza sobre seu preço, quaisquer aumentos consideráveis na quantidade de moeda pelas autoridades monetária não fará baixar a taxa de juros diante de certo limite, uma vez que as pessoas irão preferir reter moeda na forma líquida, como forma de se prevenir. Segundo Keynes (1996, p. 178),

Embora seja de esperar que, *coeteris paribus*, um aumento na quantidade de moeda reduza a taxa de juros, isto não ocorrerá se a preferência do público pela liquidez aumentar mais que a quantidade de moeda; e, conquanto se possa esperar que,

coeteris paribus, uma baixa na taxa de juros estimule o fluxo de investimento, isto não acontecerá se a escala da eficiência marginal do capital cair mais rapidamente que a taxa de juros [...]

Todo arcabouço teórico Keynesiano tem como o papel principal a função da moeda e dos investimentos. Diferentemente da teoria neoclássica, o sistema capitalista é instável e não se mantém em equilíbrio, sendo assim, Keynes admite a possibilidade de existência das crises econômicas, que são causadas principalmente, pelo colapso na eficiência marginal do capital. E é através de sua queda, que os ciclos econômicos se formam.

Keynes (1996) propõe, em uma das etapas do ciclo, há existência de um exagerado otimismo em relação aos ganhos futuros que são capazes de superar até mesmo o possível aumento da taxa de juros e a aumento dos preços dos bens, devido a sua maior procura o que por sua vez aumenta custos dos empresários. Outro fator importante apontado por este mesmo autor é que a maioria das pessoas que compram ações no mercado financeiro não conhecem de fato as empresas nas quais investem, pois são ignorantes e não procuram saber as possibilidades reais de retorno, já que não avaliam sua saúde financeira. Além disso, os especuladores do mercado financeiro não estão interessados nos ganhos de longo prazo, mas sim, no curto prazo, aspiram somente tentar prever qual será a próxima atuação do mercado, logo, esses profissionais não investem na empresa pelo seu potencial rendimento futuros, mas sim somente para especular através dos preços de suas ações. Diante desse cenário de pleno otimismo, quando a decepção vem à tona, as cotações caem de modo desastroso.

A mudança do estado de otimismo para o pessimismo acontece de modo súbito. Isso ocorre devido a uma desconfiança, uma incerteza sobre os possíveis rendimentos futuros. Segundo Keynes (1996, p. 296),

A desilusão chega porque, de repente, surgem dúvidas quanto à confiança que se pode ter no rendimento esperado, talvez porque o rendimento atual dê sinais de baixa à medida que os estoques de bens duráveis produzidos recentemente aumentem regularmente. Se se crê que os custos correntes de produção são mais elevados do que poderão vir a ser futuramente, esta será mais uma razão para a baixa da eficiência marginal do capital. Uma vez surgida, a dúvida propaga-se rapidamente.

Para Keynes (1996) uma vez que o estado de pessimismo e incerteza seguidos pelo colapso da eficiência marginal do capital instalam-se na economia, as pessoas irão demandar moeda para entesouramento, ou seja, aumenta a preferência pela liquidez e consequentemente, isso fará aumentar a taxa de juros. O declínio da eficiência marginal do

capital somado a elevação da taxa de juros agrava ainda mais a queda dos investimentos. De acordo com Keynes (1996, p. 295), “Creio que a explicação mais normal, e por vezes a essencial, da crise não é primordialmente uma alta taxa de juros, mas um repentino colapso da eficiência marginal do capital”.

Em momento de crise, nem mesmo a redução da taxa de juros seria suficiente para reanimar a economia, uma vez que o colapso da eficiência marginal disseminou a incerteza e a desconfiança entre os investidores. Segundo Keynes (1996, p. 295-296),

É isto que, de fato, torna a depressão tão intratável. Posteriormente, um declínio de taxa de juros será de grande auxílio para a recuperação e, provavelmente, uma condição necessária da mesma, mas, de momento, o colapso da eficiência marginal do capital pode ser tão completo que nenhuma redução possível de taxa de juros baste para o contrabalançar. [...] É a volta da confiança, para empregar a linguagem comum, que se afigura tão difícil de controlar numa economia de capitalismo individualista.

2.3 A Concepções Pós Keynesiana de crise segundo a teoria de Minsky.

A teoria de Minsky é fortemente ancorada nas ideias da Teoria Geral de Keynes (1936). Seu propósito consistiu em aperfeiçoar e completar alguns pontos não explicitados por Keynes, principalmente no que tange a instabilidade financeira e a teoria do investimento. Para Minsky a expectativa de rendimentos futuros é uma variável muito importante na explicação dos níveis de investimentos, assim como para Keynes, mas a ênfase da sua teoria consiste no lado financeiro, ou seja, de como os investimentos são financiados e qual é estrutura de endividamento adicionada da economia. Segundo Minsky (2013, p. 193) “[...] a estabilidade econômica depende da forma como são financiados os investimentos e as posições em ativos de capital”. Sendo assim, o sistema capitalista é instável por natureza e não devido a choques externos (MINSKY, 2013). Ou seja, as crises econômicas surgem em decorrência de problemas endógenos, isto é, do próprio sistema e não devido a fatores externos.

Para Minsky (2013), a instabilidade ocorre quando há passagem de momento tranquilo de crescimento da economia para um momento de expansão, uma vez que, os agentes eufóricos com a possibilidade de retorno maiores, mudam seu comportamento, se tornando mais propensos ao risco e adotam posturas especulativas, o que por sua vez provoca uma

mudança nas estruturas de obrigação. Ou seja, ampliam os empréstimos considerados de alto risco. Segundo Bahry e Gabriel (2010, p. 31-32),

Conforme a hipótese da instabilidade financeira, a economia capitalista caracteriza-se por um sistema financeiro sofisticado e complexo, e seu desenvolvimento ocorre acompanhado por trocas de dinheiro presente por dinheiro futuro. É uma economia inerentemente instável, que apresenta um endividamento crescente em função de sua necessidade de financiar o investimento em um ambiente de crédito barato, o que faz com que, de tempos em tempos, gere inflações e deflações de dívidas. Desse modo, mostra um comportamento cíclico, em que todos os ciclos são gerados endogenamente e são transitórios.

A hipótese da instabilidade Financeira apresenta por Minsky (2013) é ancorada em dois preços na economia: o preço de demanda dos ativos de capitais e o preço de oferta que somados às condições de financiamento determinam os investimentos. O preço de demanda dos ativos de capital é definido por uma oferta fixa em um período vigente e pela demanda que depende das expectativas de renda futura. Esse preço depende não só da quase-renda esperada, mas também da sua capacidade de transformar-se no ativo mais líquido na economia, a moeda, isto é, sua característica de liquidez. Já o preço de oferta depende dos custos relacionados à produção e financeiros como, por exemplo, os salários, produtividade do trabalho, as taxa de juros referentes aos financiamentos etc. Logo, para que os investimentos aconteçam, o preço de demanda dos ativos, ou seja, a rendimento esperado deve ser maior que os preços de ofertas, isto é, seus custos. Caso isso não aconteça, os empresários recorrem a bens de capitais análogos no mercado e não adquirem outros novos.

Outra variável importante que depende o investimento é a estrutura de financiamento. Minsky (2013) reporta três fontes nas quais há possibilidade de uma instituição ser financiada. 1) São os recursos líquidos da empresas; 2) fundos internos, isto é, a possibilidade da empresa de financiar com seus próprios recursos, gerados pelo rendimento anterior; 3) Fundos externos, que consiste a obtenção de empréstimos com outras instituições, ou emissão de novas ações, títulos de dívida etc.). O financiamento com recursos de terceiros possibilita a ampliação dos investimentos na economia, e assim, maiores retornos, mas ao mesmo tempo ele é uma obrigação, isto é, implica pagamentos de juros mais o principal. Para isso, o retorno esperado com os novos investimentos deve ser maior que seus custos financeiros.

Minsky incorpora em sua teoria o elemento da incerteza sobre os investimentos apresentado por Keynes, mas sobre a estrutura financeira. Tanto o preço de demanda dos ativos de capital quando o preço de oferta refletem as expectativas dos empresários e das instituições bancárias. Segundo Minsky (2013, p. 208) “o problema da incerteza manifesta-se

mais agudamente na hora de decidir financiar posições em ativos de capital por meio de financiamento externo (alavancagem)”.

Segundo Minsky (2013), o preço de demanda dos ativos reflete expectativas dos investidores em torno de um rendimento futuro e não em algo concreto, sendo assim, tal perspectiva pode não ser confirmada. Além disso, os investimentos dependem de quanto os empresários são propensos a incorrer em novo endividamento para financiar a aquisição de bens de capital, uma vez que o endividamento aumenta o risco de solvência. Já o preço de oferta reflete, além dos custos de produção, as expectativas dos credores sobre os rendimentos futuros, as condições dos mercados financeiros e a capacidade dos seus clientes em honrarem suas dívidas para a concessão de empréstimos. Em um ambiente de pessimismo, a taxa de juros cobrada por estes será elevada, já em um ambiente de otimismo, os empréstimos se tornam mais fáceis e relativamente mais baratos, uma vez que a taxa de juros exigida pelos credores é menor. Essas expectativas refletem nos rendimentos dos empresários, assim como, os investimentos. Segundo Minsky (2013, p.199),

Sempre que o pleno emprego for atingido e sustentado, homens de negócios e banqueiros, encorajados pelo sucesso, tenderão a aceitar doses maiores de endividamento. Durante períodos tranquilos de expansão, instituições financeiras à procura de lucros inventam e reinventam “novas” formas de moeda, substituto da liquidez nos portfolios e técnicas de financiamentos para vários tipos de atividades: a inovação financeira é uma característica da economia moderna em tempos de prosperidade.

É justamente pelo poder dos bancos comerciais em “criar moeda” é que Minsky atribui o caráter endógeno da moeda. De acordo com Minsky (2013), quando grande parte dos investidores então honrando suas dívidas, os bancos comerciais aumentam sua oferta de moeda incentivando as empresas a incorrem em novas dívidas. A moeda não é mero papel, que serve apenas para fazer as transações comerciais, mas é também um tipo de título, à medida que os bancos comerciais passam a financiar as atividades financeiras e produtivas. Conforme Minsky (2013, p. 129) “Assim, a oferta de moeda é determinada endogenamente, com reflexo das antecipações de lucros das empresas e das expectativas dos banqueiros em relação às condições dos negócios”.

Na teoria de Minsky fica evidente que há riscos na estrutura financeira tanto para o financiador quanto para o tomador de empréstimos. Para conceder empréstimos, os bancos comerciais levam em conta capacidade de seus investimentos em gerar uma renda futura e a disposição dos clientes em assumir obrigações para diminuir seus riscos. Já os tomadores de

empréstimos levam em conta sua expectativa de quase renda na hora de investir, o que por sua vez estabelece sua composição de financiamento entre ativos próprios e capital externos. Segundo Minsky (2013) é através da margem de segurança que é a razão entre financiamento externo e interno que determina a composição dos investimentos e estabelece seu nível de risco. Quanto maiores são os rendimentos esperados de uma empresa, em relação as suas obrigações referentes à taxa de juros, maior é a margem de segurança do credor. Porém, em um período de prosperidade continua, aumenta a propensão dos bancos e investidores reduzirem suas margens de segurança, refletindo assim, em um aumento dos investimentos e do endividamento.

É exatamente a renda esperada de uma lado e as obrigações financeira de outro que Minsky (2013) classifica três tipos financiamentos existente na economia: *Hedge*, *Especulativa* e *Ponzi*. *Hedge* é um tipo de financiamento na qual a renda esperada e a renda já realizada, referentes ao emprego do ativo capital produtivo ou provenientes da detenção de contratos financeiros, são suficientes para quitar tanto a taxa de juros quando o principal dos empréstimos realizados em todos os períodos. Além disso, uma empresa com uma estrutura financeira do tipo *Hedge* está suscetível a modificações somente se houver um aumento dos custos de produção ou uma queda na receita, não sendo afetados por alterações nas condições de créditos. Uma unidade considerada *Hedge* não pode contrair um amplo volume de empréstimos sem data pré-estabelecida e contingente. Logo, a estrutura financeira de bancos comerciais não pode ser avaliada do tipo *Hedge*.

Quando a renda esperada e realizada é suficiente apenas para cobrir a taxa de juros, tem-se uma situação de financiamento do tipo *Especulativa*. Para saldar seus compromissos, a unidade especulativa deve renovar constantemente suas dívidas. Minsky (2013) compara renovação constante da dívida como uma bola de boliche, na qual ao jogá-la, apenas ela irá deslizar, mas sem aumentar seu tamanho. As instituições do tipo especulativo renovam suas dívidas na expectativa que a renda futura de longo prazo seja maior que suas obrigações no presente. Logo, as unidades do tipo *Especulativas* estão sujeitas não somente a elevação de seus custos produtivos ou a queda na quase renda esperada, mas também as condições do mercado de crédito, uma vez que precisam sempre estar renovando seus empréstimos com outras instituições para saldar suas dívidas. É nesta categoria, que Minsky (2013) enquadra os bancos comerciais como unidades do tipo *Especulativo*. Segundo Minsky (2013, p. 232): “o arranjo do tipo especulativo caracteriza-se essencialmente pelo descascamento de posições de ativos com prazos mais longos do que passivos utilizados para financiá-los”.

As unidades consideradas Ponzi são aquelas nas quais a renda esperada futura não é suficiente nem mesmo para cobrir os custos referentes à taxa de juros, de modo que para quitar suas dívidas é necessário ampliar seus empréstimos. Minsky faz uma comparação dessa unidade como uma bola neve, que conforme desce a montanha, seu volume aumenta. Assim como a unidade especulativa, a unidade Ponzi está sujeita as variações no mercado de crédito. Porém esse tipo de financiamento é pior que a unidade especulativa, uma vez que a instituição deve ampliar sua dívida para poder pagar as taxa de juros e os dividendos. Logo, unidades Ponzi passam por uma deterioração financeira cumulativa (MINSKY, 2013).

Conforme Minsky (2013) a proporção da estrutura financeira de uma economia entre unidade *Hedge*, Especulativa e Ponzi é o que determina sua estabilidade. Porém é justamente uma maior parcela entre unidade Ponzi e Especulativa presente na estrutura financeira dos bancos e empresas que levam a instabilidade financeira.

Para Minsky (2013), o sistema capitalista alterna períodos de tranquilidade e de expansão, entre estruturas financeiras consistentes e frágeis e as crises econômicas surgem quando a economia está passando por momentos de fragilidade. Unidades do tipo *hedge* então sujeitas a se tornarem unidade do tipo especulativo, caso a renda esperada não se confirme. Minsky (2013) demonstra que mesmo em uma estrutura financeira predominantemente do tipo *Hedge*, unidades especulativas podem se inserir na economia devido à inexistência de problemas financeiros mais sérios que são proporcionadas em períodos considerados tranquilos, que leva por sua vez, a uma oferta de crédito mais barato no curto prazo do que no longo prazo. Por consequência têm-se um aumento da demanda por ativos de capital, assim como seus preços, proporcionando lucros. Logo, o ambiente de euforia leva a um aumento de operações financeira do tipo Ponzi e Especulativa devido à maior oportunidade de lucros, tornando assim estrutura financeira de uma economia consistente em frágil. Segundo Minsky (1975 apud BAHRY;GABRIEL, 2010, p. 36),

Durante um *boom* a estimação dos riscos do credor e do devedor tende a se tornar imprudentemente baixa. Os banqueiros vivem no mesmo clima de expectativas que os acionistas e gerentes. A extensão em que a alavancagem se realiza depende, além das expectativas das firmas que investem, da disposição dos banqueiros em emprestar e dos acionistas em segurar ações alavancadas.

Os bancos comerciais ávidos por lucros passam a ampliar a concessão de crédito por meios de inovações financeiras que permitem a ampliação dos investimentos, mas por meio de um aumento do endividamento. As empresas, por sua vez, diante de maiores oportunidades

e facilidades de créditos, aumentam suas dívidas em um volume maior que sua capacidade de pagamento, ou seja, seus ativos de capital. Segundo Minsky (2013), as especulações somadas com as inovações financeiras podem dar origem ao *boom* de investimentos que levam a inflação. Minsky (2013, p.237): “assim, é a ganancia de mais lucro que leva empresas a assumirem posições especulativas”.

Conforme Minsky (2013), em uma economia em expansão, onde na sua estrutura financeira predomina unidade Especulativa e Ponzi, o aumento do endividamento tende a aumentar a taxa de juros, o que por sua vez afeta o rendimento futuro, pois alteração dessa variável tornam as dívidas das empresas mais dispendiosas. Sendo assim, o preço de demanda dos ativos de capital diminui, podendo até mesmo se tornar menor que o preço de oferta, cessando assim, os investimentos. Além disso, outra consequência da elevação da taxa de juros incorre em uma eliminação da margem de segurança necessária, levando muitas vezes, os empresários a repensarem seus negócios e vender parte de seus ativos. Segundo Minsky (2013, p. 241),

Sempre que surge a necessidade de reposição do portfólio, o nível de preço dos ativos de capital tende a cair em relação aos custos de produção dos bens de investimento. Essencialmente é isso o que está na origem dos crashes das bolsas de valores. A instabilidade dos preços dos ativos podem assim introduzir um ciclo vicioso no qual uma queda inicial dos preços dos ativos leva a uma queda do investimento, e, conseqüentemente, dos lucros, o que por sua vez, faz cair ainda mais os preços dos ativos e assim por diante.

Outra questão apontada por Minsky (2013) é que durante um *boom* de investimentos, além dos encargos financeiros maiores provenientes do aumento da taxa de juros, há um aumento também dos custos de produção devido a uma maior demanda por bens materiais e demoras na finalização de obras, o que por sua vez, contribui para redução da margem de segurança.

Além disso, em um momento de euforia, os preços das ações aumentam em uma proporção maior que os ativos de capital de uma empresa, possibilitando alavancagem e o aumento de empréstimos de caráter especulativo, o que por sua vez leva ao surgimento das “bolhas financeiras” (MINSKY, 2013). Quando há frustração dos rendimentos esperados, o pânico se instala na economia, uma vez que os tomadores de empréstimos, endividados, não conseguem pagar aos credores nem mesmo os custos financeiros referentes à taxa de juros. Logo, passam a se livrar dos ativos de capital causando uma deflação. As cotações na bolsa de

valores despencam, uma vez que todos se tornam vendedores. Segundo Minsky (2013, p. 194),

Os pânicos espetaculares, a deflação de ativos e as profundas recessões que historicamente sucedem os booms especulativos, assim como os fatores que levaram a recuperação, são menos importantes, na análise da instabilidade, do que os desenvolvimentos durante um período caracterizado por crescimento sustentado que leva ao surgimento de estrutura financeiras instáveis e frágeis.

Nota-se que o fenômeno de crise financeira apresentado por Minsky acontece dentro no próprio sistema, não sendo causado por choques exógenos. O sistema capitalista, já apresentado por Keynes é inevitavelmente instável e as crises econômicas fazem parte de sua natureza, uma vez que todo o crescimento da economia é influenciado por expectativas dos empresários e dos financistas, sendo assim, quando tais expectativas não se tornam concretas, o sistema entra em colapso interrompendo o motor do desenvolvimento, o investimento. Minsky completa a obra de Keynes introduzindo mais a fundo a estrutura do financiamento. Para ele “não há endividamento sem crescimento”. O crescimento ser sustentado pelo endividamento não é um fator que leva o sistema ao um colapso, Minsky propõe que quando a empresa não consegue financiar através dos seus recursos internos é importante tomar empréstimos externos, sendo este “Chave na decisão de investimento”. O problema está na proporção entre o financiamento de unidade *Hedge*, Especulativa e Ponzi, e quando mais esta economia apresenta na sua estrutura de endividamento posições do tipo especulativas e ponzi, mais instável e propensa à crise ela se torna.

2.4 Síntese do Capítulo

Tem-se que a teoria neoclássica não diz nada a respeito sobre crises econômicas, visto que essa escola não admite a sua existência, uma vez que parte de seus pressupostos estão ancorados na lei de say. Sendo assim, as chamadas crises de superprodução existentes na economia não podem ser explicadas por essa teoria, já que tudo que é produzido pode ser imediatamente consumido. Os neoclássicos admitem que possa haver certo desequilíbrio temporário na economia, que são causados, sobretudo pela excessiva intervenção do Estado nas diretrizes econômicas. Sendo assim, os funcionamentos dos mercados só estão garantidos se rege sobre a economia o pleno liberalismo econômico, visto que a economia se ajusta automaticamente.

Para Keynes, o investimento é a variável mais importante de sua teoria, uma vez que ela define o nível de atividade econômica de um país, mas ela também é a variável mais instável da economia, visto que depende do nível de confiança dos empresários quando a eficiência marginal do capital e da taxa de juros futuros. A incerteza que assombra os agentes da economia em um momento de pessimismo quanto à eficiência marginal do capital, isto é, quando ao seu rendimento futuro levam ao aparecimento das crises.

Já para Minsky, o crescimento econômico de uma economia está sempre atrelado ao aumento do endividamento. Esse fato não é visto para Minsky como algo perturbador da estabilidade financeira, mas sim o que está por trás da estrutura de financiamento do crescimento. Se esse desenvolvimento foi financiado por uma maior proporção do tipo ponzi, isto é, os agentes não são capazes nem mesmo de pagar a taxa de juros referente os empréstimos, acabam por levar o surgimento de inúmeros problemas na economia levando a derrocada das crises econômicas. Além disso, as inovações financeiras que surgem para aumentar as oportunidades dos bancos e instituições financeiras de elevar seu grau de especulação também são grandes responsáveis pela instabilidade econômica, causando seu colapso.

3. A CRISE DE 2008 E SUA RELAÇÃO COM A ESTRUTURA FINANCEIRA NORTE-AMERICANA

Introdução

No capítulo anterior foram apresentados o arcabouço teórico das teorias neoclássica, keynesiana e pós-keynesiana sobre o que elas dizem a respeito dos surgimentos de crises econômicas. A primeira teoria nada tem a falar a respeito dos desastres econômicos ocorridos no início do século XXI, uma vez que esta escola não admite a existência de crise, sendo que quaisquer desequilíbrios da economia são considerados passageiros. Já para os Keynesianos a crise advém em momento no qual a incerteza quanto ao futuro toma conta da economia. Para Minsky, as crises ocorrem devido direcionamento de inovações financeiras como forma de especular ainda mais no mercado financeiro e das proporções do financiamento do tipo *Hedge*, especulação e ponzi.

A crise financeira de 2008 arrasou os mercados americanos e se disseminou para vários países. Para compreender melhor toda sua trajetória e como ela foi desencadeada esse capítulo está dividido em quatro partes. A primeira irá mostrar as principais mudanças na estrutura financeira dos EUA, ocorrida a partir dos anos 1970 e 1980. A segunda parte apresentará o surgimento das principais inovações financeiras ocorridas no mercado, como a securitização e os derivativos financeiros. Na terceira parte será abordado o desenvolvimento da crise financeira norte-americana. Na quarta parte será apontados as consequências da crise na economia mundial e por ultimo, será descrito seus efeitos na economia brasileira..

3.1 O processo de desregulamentação financeira

A liberalização da economia após a década de 1970/1980 defendida pelos neoliberais proporcionou uma forte desregulamentação financeira nos mercados norte-americanos. As constantes transformações ocorridas neste período são responsáveis pelo surgimento das inovações financeiras que estão intimamente ligadas ao processo que desencadeou a crise de 2008, conforme discutiremos mais adiante.

A depressão financeira de 1929 devastou a economia norte-americana, causando um elevado índice de desemprego, queda na produção, falência de bancos e a destruição do sistema financeiro. A crise bancária e o forte problema de liquidez instalado na economia dos

EUA propiciou o desenvolvimento de uma intensa estrutura de regulamentação, até então não conferidas aos mercados. A ideologia de mercado baseada no liberalismo econômico foi substituída por um forte gerenciamento do Estado, uma vez que o sistema capitalista passou a exigir órgãos reguladores que propiciassem ao sistema certa estabilidade.

Após longos períodos de negociações, criou-se uma nova estrutura financeira capaz de ditar regras às instituições. Algumas medidas estabelecidas foram: os bancos não podiam trabalhar com seguros e nem negociar ações; não pagamento de juros para depósitos à vista (prazo inferior a 30 dias, *regulation Q*); determinação de um limite de taxa de juros; conjunto de normas para os preços dos serviços bancários, atividades internacionais e fusões e aquisições envolvendo bancos; delimitação de concessão de empréstimos; controles de ativos; diminuição do grau de alavancagem; separação entre bancos comerciais e investimentos; reserva compulsória dos bancos seria determinada pelo FED etc.. (LIMA, 1995).

Além disso, uma agência governamental foi criada no intuito de manter as transações de títulos financeiros transparentes e estáveis. Em 1934, a agência *Securities Exchange Commission* (SEC) tinha como objetivo regulamentar e controlar a emissão de novos títulos e ainda era responsável pelas licenças concedidas aos intermediários financeiros para operarem no mercado de capitais, ou seja, tinha como finalidade regular os bancos e práticas financeiras. E em 1940, a lei *investment company Act* tinha como desígnio regulamentar a criação dos fundos mútuos, estabelecendo seus limites. Além disso, ficou estabelecido que os bancos de investimentos deveriam fornecer as informações para os investidores de seu fundo (LIMA, 1995).

Logo após a segunda guerra mundial ficou estabelecida entre os países a adoção da moeda americana como reserva internacional numa tentativa de reorganizar e impor regras ao sistema monetário internacional, sendo conhecido como o sistema de Bretton Woods, uma vez que, logo após a depressão de 1929, vários países, como a Inglaterra, passaram a adotar o câmbio flutuante como uma tentativa de estimular a demanda. O sistema de Bretton Woods estabelecia que a taxa de câmbio dos países fosse fixada ao dólar e esse, por sua vez na quantidade de reserva em ouro. Esse sistema tinha como objetivo se chegar a um acordo comum entre os países e estabelecer regulamentações para que todos as cumprissem, evitando assim qualquer possibilidade de uma nova crise financeira. Ao definir o dólar como reserva internacional, a política macroeconômica americana passou a ser um espelho para os demais países, uma vez que ao estabelecer a taxa de cambio fixa, os países perderam autonomia em

suas políticas monetárias e eram obrigados a seguir a política do país emissor da moeda internacional, os EUA.

Até meados da década de 1960, o sistema de Bretton Woods promoveu um ambiente financeiro relativamente estável. Porém, ao longo dos anos de 1970 e começo dos anos 1980, a economia mundial enfrentou uma forte recessão. Neste período, a economia norte-americana confrontava-se com uma grave inflação. Com medo de perder a hegemonia de sua moeda, os EUA passaram a adotar uma política monetária contracionista. Em consequência, a taxa de juros americana se elevou fortemente, o que por sua vez reduziu a liquidez mundial, espalhando a recessão para o resto do globo. Este cenário econômico acabou por afetar a cadeia produtiva dos países em desenvolvimento e desenvolvidos. Desta forma, a queda na produção fragilizou ainda mais o sistema financeiro mundial, uma que vez, endividados, os empresários não conseguiram honrar seus empréstimos concedidos pelos bancos privados, afetando principalmente os bancos comerciais dos EUA (ARIENTI; INÁCIO, 2010). A partir de 1973, a taxa de câmbio passou a ser flutuante, uma vez que a recessão e a inflação haviam tomado conta do mercado norte-americano. A estagnação econômica, somada a altos índices de inflação e crise do petróleo, contribuiu ainda mais para a elevação da taxa de juros dos EUA. Segundo Minsky (2013, p.59): “ o baixo crescimento econômico e a inflação alta não somente infectaram o dólar, como também causaram a mais significativa corrida a grandes bancos e ramificações bancárias, desde a segunda guerra mundial”.

Segundo Lima (1995) o processo de desregulamentação ou re-regulamentação iniciou-se a partir de 1970, mas ganhou grande dimensão a partir de 1980 devido à intimidação de diversos grupos de interesses ligados ao governo do então presidente Ronald Reagan e as condições macroeconômicas que afetavam o país, como a estagflação ocorrida nos EUA. Além disso, as inovações financeiras contribuíram muito para o tal processo. Lima (1995) destaca algumas alterações primordiais para o processo de desregulamentação em meados de 1980: ficou estabelecido que os bancos comerciais podiam pagar juros para o depósito à vista, anulando assim, o impedimento anterior; permissão para os bancos comerciais registrarem separados em sua contabilidade as operações externas ou com não residentes nos EUA; não era mais necessário adotar as solicitações impostas pelo FED nas operações internas negociadas no mercado norte americano com não-residente; a *SEC Rule 144 A* de 1990-consentiu o lançamento de ações (ADRs ou *bonds*) junto à investidores institucionais qualificados e permitiu alterações na regulamentação para simplificar os procedimentos burocráticos da *Securities Act* de 1933 e *Securities Exchange Act* de 1934.

Para Guttman e Plihon (2008), houve uma transição no modelo capitalista ancorado na economia do endividamento para o capitalismo conduzido pelas finanças. O primeiro modelo que prevaleceu entre o período de 1950-60 é caracterizado pelo um crescimento econômico baseado no aumento da demanda via aumento dos endividamentos. Isso só foi possível devido às baixas taxas de juros e à forte expansão de crédito barato que proporcionaram as empresas investimentos em tecnologias de produção em massa. Além disso, esse modelo permitiu que os governos expandissem seus gastos, através de emissão de dívidas. Outra característica importante foi que, tanto os setores públicos e privados, eram abastecidos de recursos para sustentar a aumento dos seus níveis de endividamento, assim como seus gastos. Para ampliar a demanda, a economia do endividamento se expandiu para o consumo das famílias. A expansão de crédito barato e as baixas taxas de juros ampliaram o acesso das famílias ao consumo e assim ao endividamento. Porém, o crescimento econômico pela via do endividamento provocou uma forte inflação e uma estagnação econômica, sendo interrompido em 1970 nos EUA. Com isso, a necessidade de reformular as regulamentações impostas ao sistema bancário e monetário era visto pelos neoliberais como algo necessário para controlar à inflação.

Logo, os bancos passaram a ter uma maior liberdade para expandir seus empréstimos e novas oportunidades para ampliar seus lucros. Segundo Guttman e Plihon (2008, p. 580)

Livres das pesadas restrições reguladoras, os bancos americanos ganharam a capacidade de definir condições de empréstimo mais favoráveis, acelerar a inovação financeira e ampliar dramaticamente o âmbito de provedores de fundos. Por fim, a desregulação fomentou a integração das atividades de banco comercial (*i.e.* tomar depósitos, originar empréstimos) com as de banco de investimento (*i.e.* organizar o mercado) em uma rede muito mais complexa de transações financeiras e contratos entrelaçados.

A desregulamentação proporcionou a transição do capitalismo baseado na economia do endividamento para o capitalismo conduzido pelas finanças (*finance led-capitalism*). Neste modelo, o crescimento econômico não se baseia pelo aumento das forças produtivas, mas sim através do mercado financeiro, porém ao sustentar o crescimento pela via do mercado financeiro, teve-se o aumento da especulação e a valorização de ativos irreais (GUTTMANN; PLIHON, 2008).

Segundo Arienti e Inácio (2010), o mercado mobiliário também foi desregulamentado. A associação de poupança Saving & Loans (S&L) entre o período de 1930 até 1980 era a

grande credora dos empréstimos concedidos para o financiamento habitacional. Porém, com a elevação da taxa de juros nos anos 1970, a S&L perdeu parte de seus recursos disponíveis, uma vez que seus clientes passaram a direcionar suas poupanças para o mercado monetário na procura por uma rentabilidade mais atraente. Logo, as instituições que haviam se envolvido com hipotecas de longo prazo e taxa de juros fixas tiveram importantes perdas, uma vez que o aumento taxa de juros na economia elevou os custos de captação de recursos no curto prazo da S&L. Como grande parte de sua rentabilidade provinha de acordos fechados com hipotecas de longo prazo e com taxa de juros fixas, o resultado foi o aumento do descasamento entre o ativo e o passivo dessa instituição. Na tentativa de atrair novamente as poupanças para a S&L, em 1980 o congresso aprovou o *Depository Institutions Desregulation and Monetary Control Act*, onde ficou estabelecida a revogação da regulamentação Q que limitava a taxa de juros de contas de poupanças. Além disso, houve a ampliação do limite de cobertura do montante do recurso depositado, com teto de 100 mil dólares.

Esse período é caracterizado por uma forte expansão financeira e pelo surgimento de novas instituições não bancárias. Segundo Souza (2012), após 1980 a ampliação financeira aumentou a capacidade das empresas de se financiar não apenas pela via do crédito, mas também por meio da emissão de títulos privados e pelo lançamento de ações para ampliar sua capacidade produtiva. Além disso, os recursos que não estavam sendo aplicados poderiam obter rendimento através da compra de ativos líquidos.

De acordo com Mollo (2008), o predomínio e ascensão do neoliberalismo possibilitou, através do pressuposto de mercados auto ajustáveis, a ampliação do processo de desregulamentação e a expansão dos mercados financeiros. Esse processo tem em sua essência a busca incessante pelo lucro. O acirramento da concorrência devido ao processo de liberalização pressionou ainda mais as instituições pelo busca de lucro rápido e pela especulação, desestimulando, assim, o processo produtivo. Além disso, a eliminação do controle de capitais possibilitou o aumento da instabilidade e da volatilidade, sendo o grande responsável pelas crises.

As ampliações dos mercados desregulamentados somadas as inovações financeiras facilitaram a aumento dos ativos irrealis na economia. Segundo Mollo (2008, p.9): “Enquanto no início dos anos 1980 a relação entre esses ativos era de respectivamente pouco mais de um para um, essa relação ultrapassa três unidades de ativos financeiros para uma unidade de produção real em 2006, mostrando um conteúdo fictício significativamente elevado”.

Numa tentativa de mitigar os riscos referentes às operações bancárias, o acordo de Basileia de 1988, obrigava os bancos comerciais a manter parte de seu capital próprio em reserva para eventuais provisões. Porém, esse acordo acabou por incentivar o aparecimento de instituições paralelas originárias dos próprios bancos como forma de driblar a regulamentação e transferir os riscos de seus balanços, uma vez que essas instituições, conhecidas por ter um papel semelhante ao de um banco, não eram supervisionadas e nem regulamentadas pelo acordo de Basileia. Sendo assim, esse processo acabou por elevar em muito o poder de alavancagem dos bancos (FARHI; CINTRA, 2009)

Com isso, nota-se que o processo de desregulamentação financeira e a liberalização econômica a partir das décadas de 1970/1980 modificaram o funcionamento do modelo capitalista que antes era fundamentada no processo produtivo passando a ser baseado no sistema financeiro. Esse modelo acabou por disseminar o processo especulativo na economia, uma vez que a liberdade conferida às instituições financeiras permitiu maior acesso destas ao mercado de capitais. Segundo Carvalho (2008), na década de 1990, a globalização financeira permitiu que as instituições financeiras atuassem nos países estrangeiros, aumentando o grau de competição nos mercados norte americanos. Para driblar a concorrência e auferir lucros maiores, os bancos e instituições financeiras passaram a procurar novos mercados. Porém, maiores retornos também significam maiores riscos.

3.2. Inovações financeiras: Securitização e Derivativos de Créditos.

As inovações financeiras fazem parte e estarão sempre presentes na economia moderna não sendo empecilhos para o seu desenvolvimento, ao contrário elas são capazes de dinamizar a economia. Todavia, o modo como essas inovações estão sendo utilizadas é que promove à instabilidade e a fragilidade do sistema capitalista. Se esses instrumentos fossem empregados para ampliar a capacidade produtiva das empresas e melhorar as condições de créditos na economia, ou então fossem utilizados para promover uma maior segurança financeira, sua presença seria favorável, porém, é típico do sistema capitalista seu uso na busca incessante pelo lucro e justamente por este fato que as inovações surgem. Banqueiros, instituições o utilizam como forma de ganhar mais e mais dinheiro, como meio para especular e não para produzir riqueza real.

O surgimento das inovações está também ligado à concorrência entre as instituições. Para se sobressair no mercado, os bancos e não bancos passam a investir em tecnologia em

busca de novas táticas para igualar seus interesses ao do público que demanda recursos. Para Minsky (2013), as inovações surgem em tempos de crescimento tranquilo da economia, uma vez que as instituições em busca de lucros maiores, passam a inventar e a reinventar novas formas de criar moeda.

As inovações financeiras, como a securitização e os derivativos expandiram as negociações nos mercados financeiros a partir da década de 1980. Segundo Souza (2012) esses instrumentos permitem a criação de novos ativos e novas maneiras de negociação nos mercados. A comercialização por meio da securitização financeira, a partir dos anos de 1980 passou a ser permitida pelos bancos e instituições privadas criando um novo mercado de título negociáveis. Os derivativos financeiros, por sua vez, permitem a negociação das taxas e preços futuros dos ativos. De acordo com Chick (1992 apud SOUZA, 2012, p. 35),

[...]ao longo do tempo, os bancos adquiriram novas formas de administrar seus ativos e passivos, passando de receptores de depósitos de poupança e fornecedores de crédito (curto e longo prazo) para gerenciadores de passivos (aumento de depósitos via ampliação do crédito) em um momento no qual os depósitos são amplamente utilizados como meio de pagamento, o que reduz a necessidade de reservas monetárias por parte dos bancos

Mas como funciona o processo de securitização e do mercado de derivativos na economia de mercado? As próximas duas subseções responderão como esses instrumentos atuam na economia.

3.2.1. Securitização

A securitização nada mais é que o processo de transformar uma dívida em um título lastreado em uma hipoteca, obrigações colateralizadas por dívidas, negociáveis nos mercados de capitais. Segundo Lima (1995), ao transformar um conjunto de ativos financeiros em títulos que podem ser comercializados, tanto nos mercados internacionais como nos mercados externos, os bancos deixaram de exercer somente as suas funções tradicionais e passaram a atuar expressivamente nos mercados, aumentando fortemente sua alavancagem. Além disso, os intermediários financeiros se tornaram instituição relevante para o funcionamento do processo de securitização, modificando assim, a estrutura do sistema financeiro privado. Segundo Carvalho (2008, p. 19),

O modo como isso [securitização] é feito é relativamente complicado, mas o conceito é simples. Toma-se um certo número de contratos de hipotecas, que prometem pagar uma determinada taxa de juros, para usar como base, ou lastro, de um título financeiro (cuja remuneração é baseada nos juros pagos pelo tomador da hipoteca). Esse título é, então, vendido para fundos de investimento, famílias ricas, empresas com dinheiro para aplicar, bancos etc. Uma das vantagens desse processo é que o comprador desse papel em geral não tem muita noção do risco que está comprando, porque ele não vê as hipotecas que lhe servem de lastro.

De acordo com Lima (1995), as principais vantagens do surgimento do processo de securitização seriam: os bancos e os intermediários financeiros reduzem seus riscos inerentes ao processo de concessão de crédito e de possíveis oscilações na taxa de juros; ao ampliar as operações ativas, as instituições não são obrigadas a aumentar profundamente seus estoques de capital próprio, uma vez que a securitização permite a transferência de risco de uma instituição para outra; possibilidade de não contabilizar as operações realizadas através da securitização nos balanços financeiros; recursos mais acessíveis ao tomadores de empréstimos, isto é, acesso ao crédito mais barato; ampliação da oportunidade das empresas não financeiras de crescer seu grau de alavancagem e sua estrutura financeira; ampliação na composição de ativos no portfólio das empresas; lucros maiores do que operações tradicionais; acentuação e ampliação das aplicações financeiras; ampliação do número de participantes através de fundos administrados por investidores institucionais.

Nota-se que a securitização, ao mesmo tempo em que possibilita o acesso a créditos mais baratos para os tomadores de empréstimos, ela aumenta o poder de alavancagem nas empresas, produzindo assim, maiores oportunidades para as instituições especularem no mercado, tendo como consequência um maior endividamento das empresas. Além disso, ao proporcionar elevados retornos, são aumentadas as chances de riscos na economia, ampliando o grau de fragilidade do sistema capitalista. Segundo Arienti e Inácio (2010, p.12-13),

[...] um dos aspectos mais originais no processo de securitização é a expressiva participação dos bancos comerciais na aquisição, emissão e subscrição dos títulos de dívida direta. Ao buscarem novas fontes de receita, os bancos transformaram-se em administradores, responsáveis pela colocação de títulos de empresas, por fusões e incorporações. Enfim, foram deixando de exercer suas funções típicas para se transformarem em bancos de negócios, sem perder sua prerrogativa de criadores de moeda de crédito.

E é justamente essa busca por elevados rendimentos e a possibilidade de transferir os riscos inerentes de concessão de crédito de uma instituição para outra é que o processo de securitização foi criado. Segundo Roubini e Mihm (2010), a primeira prática de securitização

aconteceu em 1970 quando a *Government National Mortgage Association*, a chamada Ginne Mae¹, passou reunir as hipotecas que ela mesma originava em lotes, transformando-os em títulos negociáveis no mercado, sendo estes, lastreados em tais hipotecas. Com as vendas dos títulos, a Ginne Mae recebia adiantado o recurso proveniente das hipotecas, não necessitando esperar por longos 30 anos. Os títulos lastreados em hipotecas recebiam o nome de *Mortgage-backed securities*, MBS. Porém, tempos depois, o processo de securitização não ficou apenas restrito a Ginne Mae, sendo que outras agências do governo, como a Freddie Mac e a Fannie Mae, bancos de investimentos, corretora de valores e construtora passaram a emitir as MBS.

Em 1982, foi criada a *President's Commission on Housing* que tinha como função analisar os impactos ocorridos no sistema de financiamento dos EUA decorrente da crise das S&L e apontar possíveis soluções. Essa comissão constatou que o sistema financeiro dos mercados imobiliários estava obsoleto em relação ao crescimento nos mercados de títulos de dívidas corporativo, em termos de regulamentação, carga tributária e hipotecas sem seguros públicos. A solução para conter este atraso estaria na ampliação dos mercados secundários de hipotecas (MBS) através da destituição de limites estabelecidos na aquisição destes por instituições de depósitos. Além disso, as MBS passariam a receber a classificação *high-grade*, isto é, seriam classificadas no mesmo patamar de riscos de um título público, considerados de baixo risco (CAGNIN, 2009). Nota-se que através desta comissão, o governo incentivou e facilitou o mercado secundário dos títulos lastreado em hipotecas, MBS, facilitando o processo de securitização e incentivando outras instituições a utilizarem esse tipo de instrumento em suas negociações.

Ao agrupar lotes de hipotecas e transformá-los em títulos de crédito negociados nos mercados, as instituições como Ginnie Mae, Fannie Mae, ou os bancos poderiam criar o chamado Veículo de Finalidade Específica² (*special purpose vehicle*- SPV) sendo através dessa criação que o processo de securitização passou a ser realizado. Os SPV são criados para transformar as dívidas referentes às hipotecas concedidas pelos bancos em hipotecas negociados no mercado. Para possibilitar a compra pelas instituições que exigem que os títulos obtenham elevado grau de investimento pelas agências de rating (AA ou AAA), as

¹ Tanto a Ginne Mae como a Fannie Mae são agências quase-públicas criada pelo governo norte-americano com intuito de promover uma maior liquidez para o mercado imobiliário. São companhias privadas com ações na bolsa de valores, mas são consideradas "patrocinadas pelo governo" (*Government Sponsored Enterprises* – GSE) (FAHRI; CINTRA, 2009). Isto é, são agências que recebem garantias governamentais.

² SIVs (*special investment vehicles*); são instituições financeiras privadas administradas pelos bancos, mas não estão associadas a estes e seus balanços (Souza, 2012).

SPV são asseguradas pelas instituições originadoras, o que por sua vez facilita a obtenção do grau máximo pelas agências de classificação de riscos (POMBAL, 2010).

A compra dos MBS pelos veículos de finalidade específica é uma manobra dos bancos e das instituições de driblar a exigência de recursos próprios impostos pelo acordo de Basileia, transferindo os riscos inerentes do processo de securitização para essas instituições. Além disso, esse processo permitiu a expansão do volume de empréstimos pelos bancos, uma vez que estes não eram mais obrigados a esperar por trinta anos para recuperar todo o seus fundos emprestados.

Para amenizar os problemas de descasamento de prazos que levavam à crise das instituições de poupanças e, como consequência o encolhimento do crédito para o financiamento hipotecário, em 1982 o governo americano autorizou as S&L a contratar a taxa de juros flexíveis, a chamada *adjustable rate mortgages* (ARM). A permissão as S&L para adotar a ARM, juntamente com autorização das instituições de emitir os títulos lastreados em hipotecas, foi uma decisão do governo de ampliar o mercado de hipotecas norte americano (CAGNIN. 2009). Com a ARM, todas as hipotecas concedidas a uma taxa de juros fixas, anteriormente a permissão, poderiam ser ajustadas de acordo com as alterações na taxa de juros de curto e longo prazo.

Pombal (2010) associa os riscos inerentes dos processos de securitização a dois fatores: o crédito oferecido no curto prazo e sua possibilidade de manter essa oferta e a qualidade dos papéis, uma vez que muitos títulos foram classificados pelas agências de rating com a nota triplo A, mas que na realidade foram lastreados em hipotecas de primeira e segunda linhas. A elevada classificação adquirida superficialmente por estes títulos é decorrente da orientação das agências de rating aos bancos para obtenção do grau máximo. Esse processo possibilitou aos títulos o alcance de uma nota de risco muito menor do que fato eles representavam, tornando-os em plenas condições de competir com os títulos do governo e alavancando suas negociações. Além disso, outros riscos associados ao processo de securitização ocorrem nas operações interbancárias. Esse tipo de operação permite a negociação de créditos entre os bancos com finalidade de realizarem suas operações de securitização e derivativos, porém essa troca de fluxo acaba por espalhar as operações de securitização para vários bancos, aumentando assim, os riscos inerentes a esse processo.

Com as facilidades e incentivos do governo, o processo de securitização de crédito se espalhou para os outros tipos de ativos, não ficando limitado somente no mercado imobiliário.

Dívidas de cartão de créditos, crédito estudantil e financiamento de carro também entraram para o mundo dos ativos securitizados. Logo, diante da facilidade em obter retornos maiores, os bancos em geral, ampliaram fortemente o processo de securitização. Segundo Souza (2012), os bancos passaram a securitizar outros tipos de empréstimos como dívidas de cartão de crédito, financiamento estudantil, etc. através do ABS (*asset-backed securities*) e CDOs (*collateralized debt obligations*). As ABS representavam a securitização de uma dívida de cartão de crédito ou financiamento estudantil, ou seja, ela era lastreada em título de referência. Já as CDOs não eram lastreadas apenas em um único título de dívida, mas em um conjunto, ou seja, a securitização de empréstimos realizadas através da CDO reunia vários tipos de dívidas e transformava-os em um único título negociado nos mercados.

Esse processo de reempacotar um conjunto de dívida securitizadas e transformá-la em um título negociável, como é o caso dos CDOs, causava certa obscuridade em sua negociação, uma vez que não permitia ao comprador conhecer a estrutura da dívida por detrás do título. É justamente por ter essa característica e o pleno anseio de obter retornos elevados, somados a “ajuda” das agências de rating em dotar a esses títulos com a classificação máxima, é que possibilitou a disseminação destes mecanismos na economia.

Segundo Guttman e Philon (2008), no início, o processo de securitização foi criado para diminuir os riscos de crédito. Porém, devido a sua capacidade de transferir facilmente o risco para outras entidades acabam por inverter sua finalidade inicial ao elevar e disseminar os riscos. Além disso, ao mesmo tempo em que a securitização permitiu um maior acesso das famílias ao financiamento, ela também tornou-se responsável por elevar o nível de dívidas entre elas. Outra característica deste processo é que por ser transferida facilmente para terceiros, a securitização acabou por englobar e fazer parte do portfólio de várias instituições, possibilitando um maior risco de propagar uma crise entre distintos setores na economia.

A desregulamentação e o processo de securitização favoreceram o aumento do setor imobiliário, mas também elevaram as possibilidades de especulação. Devido às baixas taxa de juros dos empréstimos, muitos agentes passaram a contrair até mesmo uma terceira hipoteca com intuito de adquirir capital e, assim, aplicá-lo no mercado financeiro em produtos mais rentáveis (ARIENTI; INÁCIO, 2010).

3.2.2 Mercado de Derivativos

Assim como o processo de securitização, os derivativos financeiros surgiram com a finalidade de proteger os investidores contra possíveis oscilações de preços de suas mercadorias, possibilitando uma maior previsão futura de seus retornos. Segundo Fahri (1998), derivativos são instrumentos financeiros cujo seus preços “derivam” de outros ativos ditos subjacentes.

Para esta autora, as origens dos mercados de derivativos financeiros estão ligadas ao processo de queda do regime de Bretton Woods onde se estabeleceu a adoção da taxa de câmbio flutuante. Após a queda deste sistema em 1973, a taxa de juros e a taxa de câmbio passaram a sofrer fortes oscilações, que somados a duas crises do petróleo culminaram no aumento da incerteza pelos agentes econômicos sobre suas provisões de preços futuros. Logo, em uma tentativa de se proteger de tais oscilações, minimizando os riscos, os derivativos financeiros foram criados. Já sua expansão está ligada ao processo de desregulamentação financeira ocorrida da Inglaterra e nos mercados norte americano, e da internacionalização do capital fruto da liberalização das contas de capital dos balanços financeiros.

Entretanto, ao mesmo tempo em que o surgimento dos derivativos proporcionou assegurar aos investidores e produtores certa proteção contra as oscilações dos preços de mercados, esse instrumento permitiu elevar o grau de alavancagem e especulação nos mercados de capitais, aumentando a fragilidade do sistema econômico. O curioso desse mercado é que para um investidor adquirir proteção, deve haver outro investidor com opinião divergente em relação ao preço futuro de um ativo, podendo ser um especulador, ou até mesmo um *Hedge* que procura ter proteção, uma vez que sua expectativa é distinta do primeiro. Nos mercados derivativos não há criação de riqueza, apenas uma transferência de rendimento de um para outro, isto é, consistiu-se em um jogo de soma zero, no qual o ganho de uma das partes corresponde exatamente ao mesmo valor da perda de outro (FARHI, 1998).

De acordo com Pombal (2010), os derivativos possuem várias finalidades: os *Hedgers*, os especuladores e os arbitradores. Os *Hedgers* são aqueles que estão em busca de proteção das oscilações dos preços. Seu objetivo é justamente transferi-los para aqueles que desejam especular ou se proteger no mercado, uma vez que esses possuem opiniões em relação ao preço futuro de ativo divergente do *Hedge*. Já os especuladores, são aqueles que apostam na alta ou baixa dos preços dos ativos, assumindo os riscos dos negociadores de *Hedge*. Os arbitradores, por sua vez, operam procurando desequilíbrios temporários de preços em mercados distintos, o que possibilita auferir lucros.

O mercado de balcão é caracterizado por não possuir uma câmara de compensação, inexistência de normas e discriminação das operações e por permitir a livre negociação de instrumentos entre instituições financeiras e entre essas e seus clientes. Vale ressaltar que, por não possuir uma câmara de compensação, os riscos associados ao não pagamento da contraparte perdedora são elevados, uma vez que não há exigência de depósito de garantia. Essas características dificultam o conhecimento, até mesmo dos reguladores, do arranjo e do entrelaçamento entre as posições dos participantes, assim como seus riscos, obscurecendo o tamanho e proporção desse mercado, formando um conjunto emaranhado de crédito e débito. Além disso, esse mercado é caracterizado por uma baixa liquidez causada pela falta de transparência das negociações de preços, já que estes são acordados livremente entre as instituições, que não divulgam para o público (CINTRA; FARHI, 2008).

A falta de transparência nas negociações realizadas no mercado de balcão faz parte de uma estratégia das instituições de manter oculta os trâmites de suas negociações, uma vez que esse mercado permite total sigilo no que foi acordado entre as instituições, principalmente no que tange ao conhecimento do preço e de sua exposição. Porém, ao restringir o acesso às informações, esse mercado permite ampliação dos riscos na economia e a disseminação da desconfiança entre os investidores em tempos de crise.

A expansão dos mercados de balcão, assim como seus riscos agregados, elevou-se a partir dos anos 1990 com o surgimento e a intensa negociação dos derivativos de crédito. Em busca de uma saída pelos bancos de driblar o acordo de Basileia, os derivativos de crédito foram criados como intento de permitir a remoção dos riscos de créditos de seus balanços e possibilitar a compra de proteção para os riscos de crédito em um portfólio de empréstimos (CINTRA; FARHI, 2008). Segundo Carnelos (2007), os derivativos de créditos se desenvolveram a partir de uma combinação entre mercados de derivativos e a expansão das operações de securitização.

Conforme Prates *et al* (2008), os derivativos de créditos são conhecidos como “produtos estruturados”, uma vez que permite a combinação de um título de crédito (hipotecas, bônus etc.) com um instrumento de derivativos (futuros, *swaps* etc.). Essa combinação só foi possível graças à atuação das agências de rating.

Ao auxiliar as instituições financeiras na montagem dos “pacotes de crédito” que lastreiam os títulos securitizados de forma a garantir a melhor classificação possível, essas agências tiveram participação relevante na criação do mito que ativos de crédito bancário podiam ser precificados e negociados como sendo de “baixo risco”

em mercados secundários. Ademais, elas incorreram em sério conflito de interesses na medida em que parte substancial de seus rendimentos advinha dessas atividades. (PRATES *et al*, 2008, p.25)

Desta forma, os bancos não agiram sozinhos para disseminar pela economia os derivativos de créditos. Além das agências de rating, várias instituições não bancárias são também responsáveis pela expansão do derivativo de crédito, uma vez que essas instituições assumem os riscos esperando obter elevado retorno, possibilitando assim, a ampliação das negociações. Segundo Cintra e Farhi (2008), essas instituições que não possuíam acesso ao seguro de depósitos, as operações de redescontos dos bancos centrais e as linhas de empréstimos de última instância formam o chamado sistema bancário na sombra (*Global Shadow Banking System*). Esses bancos paralelos são formados pelos fundos de pensões, bancos de investimentos independentes, fundos de *privaty equity*, seguradoras etc. As instituições criadas pelos bancos SIV (*Special Investment Vehicles*) também fazem parte deste sistema.

O desígnio destas instituições era captar recursos de curto prazo no mercado de capitais e financiar créditos de longo prazo, como por exemplo, hipotecas com parcelas de vencimento de até 30 anos. Como os “Shadow Banking” não possuem acesso aos recursos de depósitos, estes passaram a emitir títulos de curto prazo, como *comercial papers*, que eram vendidos, sobretudo, para fundos mútuos de investimento. Com isso, estas instituições contraíam recursos necessários para comprar os títulos securitizados e lastreados de longo prazo emitidos pelos bancos. Esse processo permitiu os bancos e os não bancos a operarem altamente alavancados e auferir oportunidade de lucros extraordinários (PRATES, *et al*, 2008). Além disso, através dos derivativos de crédito, nas operações com *swap*, os bancos transferiam os riscos de seus balanços para as “Shadow Banking”. Com o chamado *Swap* de inadimplência de crédito (*Credit Default swaps*, CDS), todo ou parte dos riscos de uma carteira de créditos podiam ser repassados para outras instituições no mercado, já que esse instrumento permite a compra de proteção para aquele que detém um portfólio de crédito. Quem compra proteção paga “um prêmio” para aquele que o vendeu, em contrapartida, este fica responsável pelo pagamento em caso de inadimplência, falência e até mesmo, por uma queda no valor da carteira (CINTRA; FARHI, 2008).

Percebe-se que a instituição que vende proteção está praticando o ato de especular no mercado, uma vez que esta depende das oscilações dos preços, já que ao vender proteção, essas instituições ficam responsáveis por todo e qualquer prejuízo de seus segurados. Já

quem compra proteção têm como intuito se livrar de quaisquer riscos, praticando assim, uma operação de *Hedge*.

Logo, através dos derivativos de créditos, os bancos poderiam transferir seus riscos comprando proteção para sua carteira de crédito, uma vez que as instituições do chamado *Global Shadow Banking System* estavam dispostas a assumir concedendo-o a venda de proteção. Segundo Cintra e Farhi (2008), essa transferência de riscos de uma instituição para a outra possibilitou a disseminação a ampliação desse tipo de instrumento para os diversos setores da economia. À medida que bancos transferiam seus riscos para as instituições através do “reempacotamento” dos títulos securitizados e dos produtos estruturados e enquanto esses ativos eram negociados apenas no mercado à vista, seus riscos eram transferidos de uma instituição para outra, mas ao serem combinados com os derivativos de crédito, os retornos e os riscos dos ativos originais poderiam ser multiplicados, sem a necessidade de possuí-lo. De acordo com Cintra e Farhi (2008, p.53),

Estes ativos “virtuais” possuem tal propriedade porque negociam compromisso futuros de compra e venda de ativos, mediante o pagamento de um “sinal”, o que abre a possibilidade de vender o que não se possui e/ou comprar o que não se deseja possuir. Nos mercados de balcão, multiplicaram-se as mais diversas combinações “virtuais” dos ativos de crédito securitizados com operações de derivativos de crédito.

Deste modo, tanto o processo de securitização quanto ao surgimento dos derivativos financeiros tinham como propósito inicial inibir os riscos de créditos das instituições e promover certa transparência para mercado. Porém, em um mundo desregulamentado onde as instituições possuem plena liberdade para inventar e reinventar novos processos que lhe garantem lucros extraordinários facilitou as transformações dessas inovações financeiras como um meio para especular. Por meio da securitização e dos derivativos de crédito, os bancos e os não bancos ampliaram seu poder de alavancagem, negociando até mesmo ativos irreais.

Além disso, se não bastasse todo esse complexo emaranhado de bancos e não bancos, as agências de rating, que têm como sua função analisar os créditos e as estruturas financeiras de uma empresa também contribuíram para transformar essas inovações financeiras em verdadeiras bombas relógios. Segundo Roubini e Mihm (2010), essas agências classificaram os títulos de créditos com o grau mínimo de riscos, chegando até mesmo, a ser comparado

com o título considerado mais seguro da economia (o título do tesouro americano), o que por sua vez facilitou a sua compra por várias instituições e setores da economia.

A ampliação desses instrumentos financeiros na economia norte americana ocorreram a partir de 2001, sobretudo nos mercados imobiliários, uma vez que este setor apresentava um forte potencial de desenvolvimento. Contudo, a facilidade conferida pelos bancos em transferir seus riscos e expandir suas concessões de crédito provocou uma crise financeira de grandes proporções.

A próxima sessão tem como objetivo analisar o surgimento e o desenvolvimento dos mercados imobiliários norte americanos, assim como a grande crise sistêmica ocorrida nos mercados a partir de 2008.

3.3. O desenvolvimento da crise financeira de 2008 e seus desdobramentos.

Inicialmente pode-se argumentar que as origens da crise de 2008 nos mercados norte-americanos remontam da ideologia do liberalismo econômico. A ascensão do presidente Ronald Reagan na década de 1980, modificou toda a estrutura de funcionamento das instituições financeiras, que passaram a ter uma maior liberdade para atuar na economia, principalmente no setor imobiliário, aumentando seu grau de competitividade. A ilusão de que os mercados são plenamente eficientes, sendo assim, qualquer intervenção do Estado arruinaria seu funcionamento, retomou como o centro das discussões nos governos. Logo, tinha-se a ideia que mercados muitos regulados só atrapalhariam o desenvolvimento e o crescimento da economia, sendo a chave para qualquer problema a sua liberalização e a desregulamentação.

Porém, mercados desregulamentados significam maiores oportunidades de lucros para os bancos e instituições financeiras, uma vez que a essência do capitalismo é obter o máximo retorno independentemente se o risco será aumentado ou não. Logo, o governo ao proclamar a liberalização de seus mercados, acabou por incentivar a financeirização da economia e desestimulando o processo produtivo e estimulando o aparecimento de bolhas especulativas.

Os surgimentos das inovações financeiras como a securitização e os derivativos financeiros estão comitantemente ligadas ao processo de desregulamentação da economia e, portanto, também são responsáveis pelo desencadeamento da crise financeira de 2008. Estes instrumentos foram utilizados como forma de ampliar os lucros das instituições, principalmente bancária, uma vez que permitiram retirar de seus balanços suas operações com

alto grau de risco, transferindo-os para outras instituições. Como os títulos securitizados lastreados em hipotecas eram classificados com os mesmos riscos do tesouro americano, muitas empresas e famílias, assim como vários setores da economia e até mesmo bancos estrangeiros, adquiriam-nos como uma forma de rendimento, disseminando-os para além das fronteiras americanas. Ademais, a securitização e os derivativos de crédito permitiam a alavancagem das instituições e a expansão de crédito barato, aumentando o endividamento das famílias e empresas.

Além dos mercados de derivativos e securitizados, outro instrumento financeiro que foi utilizado para ampliar a concessão de crédito hipotecário e espalhar os riscos entre os setores, foi o chamado mercado *subprime*. Segundo Arienti e Inácio (2010, p. 18),

A estabilidade alcançada no começo da década de 1990 nos Estados Unidos, a crescente desregulamentação e a possibilidade de especulação despertaram o interesse dos bancos e das financeiras em obter maiores lucros, levando a exploração de um mercado até então inexplorado, o mercado *subprime*. Este mercado era muito atrativo, não apenas por ser um mercado potencial de grande porte, mas também por apresentar uma lucratividade mais elevada; por ser mais arriscado, tendia a remunerar com taxas mais elevadas que o mercado *prime*.

Em 2000, com o estouro da bolha das chamadas “ponto.com” e, em 2001, com o atentado terrorista de 11 de setembro, fez o governo reduzir a taxa de juros da economia norte americana como uma tentativa de afastar as expectativas negativas que estavam assombrando a economia e estimular o desenvolvimento de outros setores, sobretudo no setor imobiliário, uma vez que este apresentava um enorme potencial de crescimento e expansão. De acordo com Lima e Mathias (2009), em janeiro de 2001 a taxa de juros norte-americana girava em torno de 6,0%, mas ela foi fortemente reduzida para 1,75% em dezembro do mesmo ano. Segundo Souza (2012), diferente da crise imobiliária de 2008, as ações das empresas de internet não estavam disseminadas pela a economia, ficando somente atreladas a esse setor de tecnologia. Logo, essa crise não prejudicou os fluxos de pagamento e recebimento das instituições.

Os incentivos do governo, como a redução da taxa de juros, somados a um setor já desregulamentado e securitizado, possibilitou as instituições destinar toda a sua atenção ao mercado imobiliário, uma vez que este apresentava um elevado multiplicador econômico e oferecia um alto grau de rentabilidade. A securitização, derivativos de créditos e o mercado de

subprime permitiam que os investidores ampliassem a especulação e seu grau de alavancagem neste setor.

Por apresentar uma rentabilidade elevada, uma vez que os riscos associados a esses instrumentos financeiros são extremamente altos, o mercado *subprime*, até então pouco explorado, passou a se expandir nos anos 2000, virando mania entre os investidores que passaram a utilizar esse instrumento para conceder o financiamento de hipotecas no mercado imobiliário norte americano.

Apesar da economia norte-americana ser extremamente desenvolvida, um número de pessoas que não possuía emprego, renda, ou qualquer ativo era enorme, e, portanto, apresentavam um vasto mercado para liberalização de financiamento hipotecário com a possibilidade de auferir lucros maiores pelas instituições financeiras por serem mais arriscados (CARVALHO, 2008). Logo, o mercado de *supprime* possibilitou que pessoas consideradas sem quaisquer condições de tomar empréstimos, sobretudo, financiamento imobiliário, alcançassem essa proeza. Segundo Arienti e Inácio (2010, p.18): “o mercado *supprime* foi formado pelos tomadores de empréstimos que não tinham renda comprovada e emprego fixo, não tendo, assim, como dar garantias às instituições financeiras de que o risco implicado era aceitável”.

Para que essa parte da população fosse inclusa no mercado imobiliário, possibilitando seu acesso ao financiamento hipotecário, foram utilizados vários modelos estatísticos e matemáticos para analisar as chances e os riscos de inadimplência de cada tomador (CARVALHO, 2008). Ou seja, o desenvolvimento do mercado *supprime* foi uma manobra dos bancos e instituições de elevar ainda mais seus lucros ao expandir o crédito na economia. Para isso, ao perceber que havia uma boa parte da população de fora dos mercados e que ao trazê-las para esse ambiente, ampliariam sua rentabilidade, utilizaram-se de informações quantitativas, que são passíveis de erros para analisar se o cliente teria ou não condições de honrar com suas obrigações, com isso, os riscos associados ao financiamento de hipotecas foram simplesmente desprezados pelos bancos e pelas instituições.

Segundo Carvalho (2008), os modelos estatísticos pareciam relevantes devido à plena estabilidade e prosperidade conferida à economia norte americano desde meados dos anos 1980 até 2006. Neste período, o nível de emprego cresceu ou permaneceu constante na maioria do tempo. Com isso, esses modelos levavam em conta que as pessoas que obtinham recursos ao trabalhar informalmente, conseguiram se manter ocupados o tempo todo dentro

deste período, logo, se haviam conseguido trabalho no passado, elas conseguiriam também serviços no futuro.

Na verdade o uso de modelos matemáticos como forma de garantir se um tomador de empréstimos era ou não confiável, foi mais um artifício dos bancos para facilitar e disfarçar a concessão de hipotecas. Para isso, eles transformavam tais hipotecas subprime em títulos negociáveis, através da securitização. De acordo com Carvalho (2008, p. 19); “Esse título então eram vendidos para fundos de investimentos, famílias ricas, empresas como dinheiro para aplicar, bancos etc. uma vantagem desse processo é que o comprador desse papel em geral não tem muita noção do risco que está comprando, porque ele não vê as hipotecas que lhe servem de lastro”. Na tabela 1, pode-se perceber que em 2001, as hipotecas subprime representavam 8,6% das hipotecas emitidas, mas em 2006 elas passaram a representar cerca 20%. Já as hipotecas supprime securitizada cresceram de 50,4% para 80,5%.

Tabela 1- Operações Hipotecárias (em US\$ Bilhões)

Anos	Hipotecas Emitidas (A)	Hipotecas Subprime (B)	(B)/(A) %	Hipotecas Subprime Securitizada (C)	(C)/(B) %
2001	2,215	190	8,6	95	50,4
2002	2,885	231	8	121	52,7
2003	3,945	335	8,5	202	60,5
2004	2,92	540	18,5	401	74,3
2005	3,12	625	20	507	81,2
2006	2,98	600	20,1	483	80,5

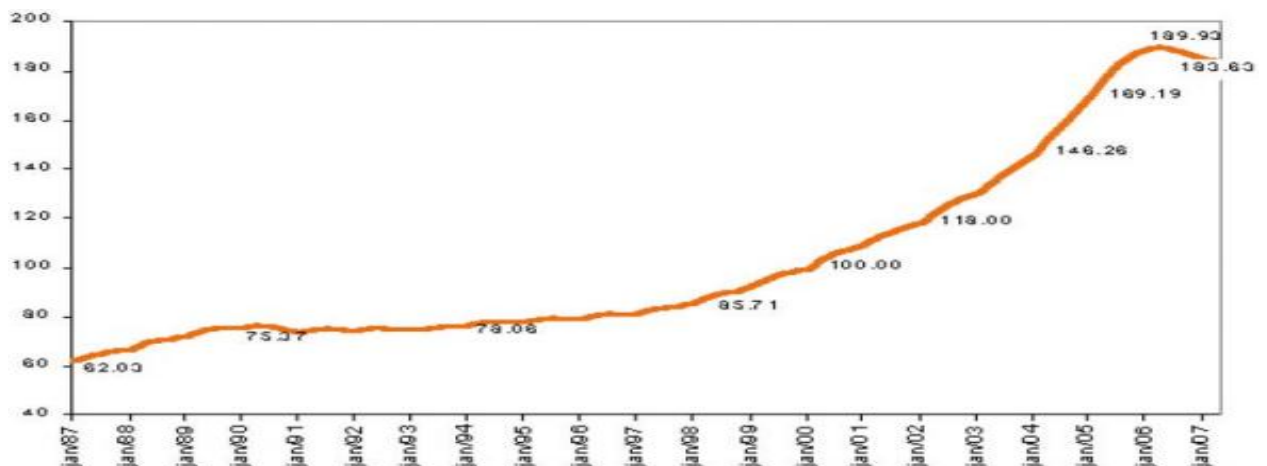
Fonte: Inside Mortgage Finance (2006) apud Torres Filho (2008)

Além de facilitar e ampliar o crédito hipotecário através da utilização do mercado de *suprime*, novos contratos surgiram como forma de favorecer ainda mais endividamento das famílias. Destacam-se; 1) Interest-Only Mortgage (IO): fica acordado que o tomador poderá decidir pagar apenas os juros ou juros somados ao pagamento periódico do principal durante um período pré-estabelecidos no fechamento do contrato; 2) Negative Amortization Mortgage (Neg-Am): neste contrato fica estabelecido que o tomador poderá optar por três alternativas: pagamento somente dos juros, ou juros somados a uma parcela do principal, ou ainda realizar uma pagamento mínimo, sendo este, menor que a taxa de juros (amortização negativa). 3) Hybrid-ARM, fica estabelecido no contrato que o tomador pagará nos primeiros anos, usualmente de 2 a 5 anos, uma taxa de juros fixa, sendo que a partir deste período, ele pagará a taxa de juros reajustadas semanalmente nos mercados Londrinos, de acordo com a Libor

(*London Interbank Offer Rate*). Neste contrato, o tomador é obrigado a pagar os juros somadas amortização periódico do principal. 4) Hybrid IO-ARM, é semelhante ao contrato Hybrid-ARM, porém, o que os difere é que durante um período pré-determinado no fechamento do contrato, o tomador escolhe se quer pagar somente os juros, ou juros somados a amortização do principal. Além de todos esses contratos, a chamada *piggypack* possibilitava ao tomador realizar a segunda hipoteca sem a necessidade de pagar alguma entrada ou sinal por ela, facilitando o endividamento entre as famílias (CAGNIN, 2009).

Todas essas facilidades e oportunidades oferecidas para aqueles que antes não conseguiam sequer tomar um empréstimo, aumentou muito a demanda por imóveis e conseqüentemente seu preço. De acordo com Lima e Mathias (2009), os preços dos imóveis aumentaram em torno de 140% de janeiro de 1997 a janeiro de 2006.

Figura 1 – Evolução do índice de preços dos imóveis nos EUA de 1987 a 2007



Fonte: S&P, Índice Nacional de Preço de Imóveis Case-Shuiller apud Lima e Mathias (2009)

Segundo Roubini e Mihm (2010), muitas famílias passaram a contrair mais empréstimos ou adquirir até mesmo uma segunda hipoteca, uma vez que à medida que os imóveis se valorizam, os tomadores poderiam contrair novas dívidas no valor do acréscimo dos imóveis. Este por sua vez, servia como garantia caso não houvesse o pagamento das hipotecas.

No quarto trimestre de 2005, as retiradas garantidas por residenciais atingiram a fabulosa quantia de um trilhão de dólares por ano, o que permitiu que milhões de famílias vivessem muito além de seus rendimentos. Ao mesmo tempo, os níveis de poupança das famílias caíram a zero e depois entraram no território negativo pela primeira vez desde a grande depressão. Embora insustentável, esse consumo baseado no endividamento teve efeitos econômicos reais, à medida que as famílias e

empresas compravam bens e serviços, estimulando o crescimento econômico (ROUBINI; MIHM, 2010, P. 26)

As facilidades conferidas às operações de securitização e aos derivativos em repassar para terceiros seus riscos inerentes ao uso desses instrumentos deve-se também ao interesse das agências de rating. Segundo Roubini e Mihm (2010), se as principais agências como Fitch, Moody's e Standard & Poor's, agissem de acordo com sua real função poderiam ter evitado a transferência desses títulos a terceiros que não possuíam o conhecimento do real do risco que estavam por trás desses contratos. Porém, essas agências também participaram e contribuíram para que esse, aparentemente, "sucesso" com os títulos lastreados em hipotecas fossem disseminados pela economia, uma vez que essas passaram a ganhar volumosas comissões ao transformar os empréstimos podres em títulos de menores riscos, obtendo a classificação máxima.

Segundo Arienti e Inácio (2010), diante dos altos lucros obtidos com as operações de securitização de hipotecas *subprime*, vários investidores passaram a especular neste mercado. As facilidades encontradas pelos tomadores em adquirir uma hipoteca, aumentou muito a demanda por imóveis. Porém, frente a uma oferta limitada no curto prazo, os preços dos imóveis elevaram-se sem precedentes, causando um descasamento do preço real dos ativos (imóveis) e o preço de mercado. Isto favoreceu o surgimento de bolha imobiliária. Segundo Roubini e Mihm (2010, p. 26-27),

Essa dinâmica cria um círculo vicioso. Com o crescimento da economia há o aumento da renda, e as empresas aumentam seus lucros. As preocupações com os riscos caem recordes, diminuem os juros e torna-se ainda mais fácil para as famílias e empresas se endividarem e gastar mais. A essa altura a bolha não é mais um espírito, mas uma força de mudança econômica, que estimula o crescimento e assume novos e mais arriscados empreendimentos, como por exemplo, loteamento no deserto.

Porém, com a elevação da taxa de juros, a partir dezembro de 2004, muitas famílias e empresas não conseguiram mais honrar suas obrigações. Na tabela 2, pode-se ver a variação do preço da taxa de juros de 1990 a 2008. Nota-se que a economia norte-americana não conseguiu manter por muito tempo uma taxa de juros baixa. Em 2003 essa variável girava em torno de 1,00%, mas em junho de 2006 o preço da taxa de juros custava cerca 5,25%.

Tabela 2. Meta da Taxa de juros dos Fed Funds.

Data	Taxa (%)	Data	Taxa (%)
13/07/1990	8,00%	02/02/2000	5,75%
18/12/1990	7,00%	16/05/2000	6,50%
09/01/1991	6,75%	03/01/2001	6,00%
20/12/1991	4,00%	11/12/2001	1,75%
09/04/1992	3,75%	06/11/2002	1,25%
04/09/1992	3,00%	25/06/2003	1,00%
15/11/1994	5,50%	30/06/2004	1,25%
01/02/1995	6,00%	14/12/2004	2,25%
19/12/1995	5,50%	02/02/2005	2,50%
31/01/1996	5,25%	13/12/2005	4,25%
25/03/1997	5,50%	31/01/2006	4,50%
29/09/1998	5,25%	29/06/2006	5,25%
17/11/1998	4,75%	18/09/2007	4,75%
30/06/1999	5,00%	11/12/2007	4,25%
16/11/1999	5,00%	22/02/2008	3,50%

Fonte: Federal Reserve (2007) apud Lima e Mathias (2009)

Segundo Arienti & Inácio (2010), muitos dos contratos estabelecidos entre os devedores e os credores foram baseados na chamada *tease rate*, como forma de atrair mais clientes, uma vez que esta instituída a cobrança de uma taxa de juros fixa e muito baixa. Porém, os contratos determinavam um tempo limite de cobrança de taxa de juros fixas, geralmente de dois a três anos e ao passar esse período, seriam cobrados taxa de juros flexíveis de acordo com o mercado. A partir de 2006, os contratos foram reajustados e, além disso, os preços dos imóveis começaram a diminuir, tornando muitos tomadores de crédito em inadimplentes. Muitas famílias, ao perceberem que os valores dos seus imóveis eram menores que suas dívidas em consequência da elevação da taxa de juros, passaram logo a se desfazer de seus ativos, pondo-os a venda, o que contribuiu ainda mais para a queda nos preços dos imóveis. Os bancos e as instituições, por sua vez, que haviam comprado os títulos lastreados em hipotecas, por conta da insolvência das famílias e empresas, passaram a não receber seus direitos. Segundo Carvalho (2008, p.19),

Um valor astronômico de empréstimos foi feito em hipotecas subprime. Tudo ia bem até que algumas dessas hipotecas chegaram ao ponto em que os juros seriam reajustados, ao mesmo tempo em que a economia norte-americana já não se mostrava tão vigorosa, ao final de 2006. Algumas pessoas ficaram sem renda suficiente para pagar os juros sobre suas hipotecas, ao passo que outras viram sua

conta de juros subir muito de uma hora para outra. O calote foi inevitável e serviu para advertir os financiadores de que o risco de crédito, isto é, o risco de calote, era talvez maior do que se esperava, que talvez tivessem sido feitos empréstimos com base numa visão otimista demais da capacidade de pagamento desses segmentos da população que compunham o subprime

Os investidores ao comprar os títulos lastreados nas hipotecas adquiriram o direito de receber a taxa de juros somada ao pagamento periódico do principal. Entretanto, quando os tomadores de crédito passaram a não pagar suas hipotecas, os investidores tentaram se livrar desses papéis. Porém, quando todos compreenderam a onda de inadimplência na economia norte-americana, passou-se a vender freneticamente os títulos em uma tentativa de salvar parte dos investimentos, uma vez que perceberam que não iriam receber nem sequer os juros estabelecidos no contrato. Com a onda de desconfiança já havia tomado conta da economia dos EUA, os investidores não conseguiram repassar os títulos e numa tentativa despertadora de se livrar deles, acabaram por provocar uma forte redução dos preços (CARVALHO, 2008). Segundo Roubini & Mihm (2010, p. 44),

A notícia que bancos tradicionais haviam transferido apenas partes do risco para outros investidores – mantendo o restante em seus próprios balanços – semeou mais pânico. A súbita percepção de que todos os agentes do sistema financeiro mundial, independentemente de seu porte, tinham alguma exposição aos ativos podres detonou uma crise total. Ninguém sabia quem possuía ativos podres e ninguém sabia qual era o seu valor. Um sistema financeiro que vicejou na escuridão e na complexidade começou a desfazer-se.

Percebe-se que a base da economia norte-americana estava subordinada a uma estrutura semelhante ao simples jogo de alinhamento de dominó. Os títulos hipotecários securitizados estavam espalhados por diversos setores na economia. Como esses títulos eram lastreados em dívidas e eram facilmente repassados para terceiros, através das instituições, SIV, quando os primeiros não conseguiram pagar as dívidas, aqueles que adquiriram os títulos passam a se tornar insolventes, devido à desvalorização destes, chegando até mesmo a apresentar falências. Já as instituições que emitiram, passaram a enfrentar problemas de liquidez por conta da incerteza que rondava a economia não conseguindo mais repassar as hipotecas existentes em seu passivo. Além disso, as instituições que se utilizam do CDS eram obrigadas a cobrir a queda dos preços dos ativos, porém se tornaram insolventes, uma vez que não conseguiram arcar com todas as suas obrigações.

Desta forma, a incerteza e o pessimismo tomaram conta da economia. Muitos agentes passaram a demandar moeda na sua forma mais líquida, ou seja, a preferência pela liquidez

aumentou na economia norte-americana. Segundo Roubini e Mihm (2010), o problema ganhou proporções maiores a partir de 2008 com a quebra de várias instituições paralelas. Na sequência veio a falência dos grandes bancos de investimentos, como Bear Stearns, Lehman Brothers. Bancos como Goldman Sachs e Morgan Stanley só não sofreram o mesmo destino que o Bear S. e o Lehman B. porque se transformaram em holdings bancárias e passaram a receber recursos do prestador de última instância (Federal Reserve), mas em contrapartida eles foram obrigados a submeter a uma maior regulamentação e supervisão.

O ápice da crise de 2008 aconteceu quando o Lehman Brother declarou falência. A partir deste momento a crise ganhou proporções imagináveis e disseminou para o resto do mundo. A onda de incerteza e pessimismo cobriu os mercados provocando paralisação das operações interbancárias, pânico nos mercados de ações, interrupção das operações de crédito, quebra de várias instituições, queda na produção e desemprego.

Para tentar estimular a economia norte-americana, o governo passou a intervir na economia. Medidas como redução da taxa de juros, cortes de impostos, injeções de liquidez, aumentos dos gastos fiscais foram colocadas em práticas. Segundo Bresser (2010, p.59),

Se, depois de sua ocorrência, os governos dos países ricos não tivessem acordado subitamente e adotado políticas keynesianas de redução de taxas de juros, aumento drástico da liquidez e, principalmente, expansão fiscal, esta crise provavelmente teria causado maior dano à economia mundial do que a Grande Depressão.

Assim que a bolha imobiliária estourou nos EUA, muitos analistas acharam que ela estava restrita apenas ao mercado norte-americano e que países desenvolvidos e aqueles em desenvolvimento não iriam sofrer suas consequências. Porém, sabe-se que a economia norte-americana é extremamente importante para o restante do globo, pois além de ser emissora do dólar, os EUA importam muitos produtos, desde commodities a produtos industrializados. Logo, aqueles países que dependem de sua demanda, acabaram sofrendo seriamente as consequências quando a economia desse país entrou em colapso.

Esse colapso mundial revelou falhas do modelo neoliberal, no qual princípios como desregulamentação dos mercados e a não intervenção do governo eram vistos como algo necessário para manter o bom funcionamento na economia, uma vez que os mercados são plenamente eficientes. Entretanto, nota-se a excessiva desregulamentação, somadas a liberalização econômica foram os grandes responsáveis pelo desencadeamento da crise nos mercados norte-americano.

3.4 As consequências da crise de 2008 na economia mundial.

A crescente globalização e desregulamentação permitiram a negociação ainda mais intensa entre os países através do livre fluxo de capital. Com isso, os agentes financeiros passaram a investir e a especular intensamente em outros países em busca de maior rentabilidade e acabaram por formar cada vez mais redes integradas, no qual um país passou a depender fortemente da economia do outro.

O sistema monetário é um dos mecanismos no qual a propagação da crise pode vir a acontecer. Este mercado permite a troca de fluxos monetários de curto prazo entre tomadores e emprestadores que são extremamente vulneráveis à mudança de comportamento no ambiente financeiro. Em tempos de crises, o pânico toma conta da psicologia destes agentes que acabam contaminando outros setores globais. Segundo Roubini e Mihm (2010), a disseminação da crise por este mecanismo acontece, uma vez que quando um dos participantes decreta não pagamento de sua dívida, o credor fica incapacitado de oferecer crédito à outra empresa, sendo assim, crises financeiras são decorrentes por problemas no mercado monetário. Foi através desse processo que a crise financeira norte-americana se espalhou para os demais países da Europa, Ásia e a América Latina.

Segundo Roubini e Mihm (2010), a falência do Lehman Brother em 2008, causou pânico não somente em investidores nacionais, mas também estrangeiros. Esse banco havia emitido vários títulos e notas promissórias que foram adquiridos por uma gama de investidores internacionais, papéis que com o estouro da dívida passaram não valer mais nada. O pânico se espalhou rapidamente no mercado mundial provocando redução de crédito, aumento da taxa de juros e comprometendo o comércio mundial. Porém, esse episódio não foi o único responsável pela disseminação da crise aos mercados mundiais. Vários países, como França e Grã-Bretanha ao terem ativos lastreados em hipotecas idênticas ao do EUA, acabam por sofrer bruscas reduções de seus preços quando a crise no setor imobiliário americano deflagrou, denotando em uma redução do crédito e o um aumento por preferência pela liquidez nestes países.

Além disso, a crise se disseminou para vários países da Europa, Austrália e diversas partes do mundo, uma vez que os investidores desses países e os bancos adquiriram os títulos securitizados dos EUA. De acordo com Roubini e Mihm (2010, p. 135): “quando um

mutuário de alto risco em Las Vegas ou Cleveland ficava inadimplente, ele agitava a cadeia alimentar da securitização, atingindo todo o mundo, desde aposentados noruegueses até bancos de investimentos na Nova Zelândia”. Segundo esses mesmos autores, os bancos da Europa e suas subsidiárias talvez tenham recebido uma parcela maior desses títulos securitizados. Os fundos de *Hedge*, ligados a renomados bancos europeus como BNP Paribas e o UBS foram responsáveis por disseminar apostas perigosas em títulos considerados de alto risco. Porém, com o desencadeamento da crise, os lucros líquidos dos bancos ficaram comprometidos.

Os prejuízos bancários dos países europeus causaram sérios problemas para estas economias, uma vez que as suas empresas dependiam muito dos financiamentos bancários para manter produção, a empregabilidade e a capacidade de investir destas. Porém com o estouro da crise dos mercados norte americano, o crédito que alimentava toda essa expansão dos mercados europeus acabou cessando, culminando assim, numa recessão. Além disso, muitos desses bancos europeus possuíam subsidiárias em países emergentes da Europa Oriental, como Rússia, Ucrânia, Polônia que antes da deflagração da crise de 2008 liberavam um montante significativo de crédito para essas, porém logo após o colapso as subsidiárias apresentaram enormes prejuízos, o que por sua vez levou as matrizes a retirar todo seu crédito destas, culminando em uma generalização da crise no continente europeu (ROUBINI; MIHM, 2010).

A crise financeira também contaminou os mercados de ações globais, devido ao grau de ligação entre as economias, tornando-as cada vez mais dependentes entre si. As bolsas de valores de Frankfurt, Paris, Londres, Xangai sofreram fortes quedas. Essas quedas então ligadas ao comportamento de manada e a conduta menos arriscada dos investidores, no qual esses passaram a se livrar das ações com um alto grau de risco e compraram ativos considerados mais seguros (ROUBINI; MIHM, 2010). O efeito manada ocorre quando os especuladores passam a seguir a ação da maioria. Assim, se boa parte do mercado resolve vender ação, o restante dos especuladores seguem esse mesmo comportamento, colocando suas ações a venda, provocando assim, uma queda brusca das ações e das bolsas de valores.

A crise não ficou restrita somente ao sistema bancário no mercado de capitais. No começo de 2009, países como China, Cingapura, Japão e Alemanha dependiam muito da demanda por importações dos EUA. Com a crise, suas exportações sofreram fortes reduções levando esses países a entrarem em recessão, exceto no caso da China. Outro fato curioso que

demonstra o quanto os países dependem da economia norte-americana, é que mesmo aqueles que não participaram dos processos de securitização dos *subprime* sofreram com a crise no mercado imobiliário. Parte da renda do México, Guatemala, Colômbia, Paquistão, Egito, entre outros, eram providas através das remessas de partes dos salários daquele que residiam e trabalhavam no exterior durante a expansão do setor imobiliário, não somente dos EUA, mas também em Dubai e da Espanha. Quando este setor mergulhou em uma crise, acabou por transferi-la para estes países (ROUBINI; MIHM, 2010).

Entretanto, apesar da economia da China não ter entrado em recessão, a deflagração da crise nos mercados norte americano surtiu grandes efeitos neste país e em seus parceiros comerciais. Partes de sua demanda de exportação de bens de capitais eram direcionadas aos EUA, e com a chegada da crise, a procura por seus produtos reduziram-se em uma grande parcela, comprometendo assim, seu crescimento. Segundo Roubini e Mihm (2010), com a redução das exportações, em torno de 30% na China, milhares de fábricas fecharam suas portas. A diminuição do índice de crescimento econômico de 13% para 7% acabou por afetar países da Ásia no qual esta mantinha relações comerciais. Estes países produziam chips para computadores que eram exportados para China. Essa por sua vez, tinha como função montá-los para serem vendidos no mercado americano. Além disso, a crise provocou uma forte diminuição, em torno de 90%, dos transportes marítimos, uma vez que com a paralisação dos créditos mundial as chamadas “cartas de créditos” que garantiam os bens em trânsito foram suspensas. Neste contexto, a crise nos mercados americanos acaba por afetar direta e indiretamente os países.

A crise financeira também teve efeito no aumento dos preços das commodities, do petróleo e dos produtos alimentícios. Esse aumento ocorreu devido a um maior interesse de vários fundos de commodities, fundos de *Hedge*, corretores e fundações beneficentes que passaram a investir e a especular neste setor. Com a elevação dos preços de importação do petróleo, países como EUA, Zona do Euro, Ásia, Índia foram fortemente afetados, uma vez que dependem dessa commodity para alimentar sua produção. Por outro lado, a América Latina, África e Ásia que são exportadores poderiam ter sido beneficiadas com a elevação do preço, porém suas demandas se reduziram drasticamente (ROUBINI; MIHM, 2010).

A crise de 2008 nos mercados norte-americanos prejudicou também os chamados países emergentes. Países como Brasil, China, África do Sul, Argentina, Índia, México e Rússia são considerados países com um enorme potencial de crescimento e desenvolvimento.

Porém, esses mercados são muito dependentes da economia norte-americana principalmente em relação a sua demanda e seu capital. Com a chegada da crise a liquidez cessou e as demandas por importação dos EUA diminuíram fortemente. Com diminuição da liquidez, teve-se a valorização do dólar. Sabe-se, que a taxas de câmbio dos países emergentes alteram de acordo com a entrada e saída de dólar na economia. Além disso, as dívidas contraídas por estes também são realizadas com base nesta moeda. Com a sua valorização, a dívida dos países emergentes disparou, provocando um enorme nervosismo no mercado. Segundo Roubini e Mihm (2010, p.141): “mas quando a crise se instalou, e os investidores fugiram das moedas dos mercados emergentes para refúgios seguros como o dólar, o euro e o iene, o serviço das dívidas disparou, criando enorme tensão nas economias de numerosos mercados emergentes”.

Nos países desenvolvidos como Grécia, Espanha, Portugal e Irlanda, conhecidos como PIGS, termo esse insultuoso utilizado para identificar economias mais fracas da Europa desenvolvida, apesar de estarem globalmente conectados com os EUA e serem fortemente dependentes de sua economia, a crise financeira no mercado norte americano não foi à única responsável pelos seus desalinhamentos econômicos. Esses países possuíam estruturas financeiras frágeis adquiridas ao longo dos anos considerados prósperos, acumulando riscos e vulnerabilidade em seus mercados. Os PIGS haviam acumulado déficits fiscais e dívidas públicas estrondosos nos anos anteriores a crise de 2008.

Essas expansões de créditos denotadas a esses países foram decorrentes da liberalização e desregulamentação econômica conferida a esses a partir da década de 1970/1980. Com os mercados abertos e com a redução dos controles de capitais, bancos e investidores poderiam procurar investir ou especular em países nos quais eles acreditam que iria proporcionar melhores rendimentos, tornando assim, as economias mais instáveis, uma vez que com a liberalização os países passaram investir menos no processo produtivo e mais nos mercados financeiros.

Segundo Oreiro (2010), o crescimento econômico desses países foi conduzido justamente através do aumento do capital financeiro que sustentava e alimentava o consumo e o investimento imobiliário, sendo estes financiados pela ampliação dos endividamentos privados e pelo aumento dos níveis de preços dos ativos. O desequilíbrio das contas públicas e privadas tornou difícil à utilização de gastos fiscais como forma reaquecer essas economias.

A Grécia, Espanha, Portugal, Irlanda entre outros países da Europa passaram a adotar uma moeda única, o Euro, a partir de 2002, como forma de estabelecer uma disciplina monetária e fiscal entre esses países e com intuito de conservar e aumentar sua competitividade perante o mundo (DYMSKI, 2010). Porém, ao instituir o euro como moeda universal, estes países perderam sua autonomia monetária. O Banco Central Europeu (BCE) passou a ser o único responsável por emitir moeda. Segundo Farhi (2010), o período de *boom* conferido aos mercados após a adoção do Euro, encorajou os países a aumentar ainda mais seus gastos públicos. Vários países utilizaram operações com derivativos de créditos no intuito de disfarçar suas dívidas, visto que estes não poderiam emitir moeda, mas poderiam emitir títulos de dívida pública.

Entretanto, com o estouro da crise de 2008, além da falta de liquidez e a redução das demandas conferida aos mercados, os países como a Grécia e Portugal não poderiam mais financiar suas expansões com o aumento do déficit público, visto que suas dívidas já eram catastróficas. Além de queda na produtividade econômica e aumento do índice de desemprego, esses países tiveram suas notas de crédito rebaixadas pelas agências de rating passando a ser considerados de alto risco. Como resultado, os investidores passaram a exigir uma maior taxa de juros sobre os títulos do governo. Logo a recessão passou a devastar ainda mais a economia destes países.

Segundo Dymski (2010), o colapso da Zona do Euro é o marco inicial da segunda fase da crise. Ele se inicia quando a situação econômica da Grécia, divulgada em 2009, pelo novo governo era mais grave do que se imaginava. A Grécia já havia cortado algumas despesas públicas e promovido à redução de remunerações dos trabalhadores e dos benefícios, mas não foram suficientes. Sua única alternativa era reduzir drasticamente os salários, porém isso estava fora de cogitação, visto que iria provocar mais problemas sociais, greve e resistência. Logo, diante de a impossibilidade desvalorizar sua moeda, este país necessitava de novos empréstimos para saldar partes de suas obrigações, mas a descrença em sua economia tomou conta dos países Europeus. No final, a Grécia apenas recebeu um pacote de garantias de empréstimos da união Europeia e do Fundo Monetário Internacional (FMI). Segundo Arestis (2010),

Contudo, a Grécia encontra-se de fato em apuros e a combinação de uma série de fatores, tais como a restritiva política monetária do Euro, a rigidez dos seus mercados de bens, seu expressivo gastos públicos e, sobretudo, sua incompetente elite política, forneceu amplo espaço para a especulação, ataques do mercado e prolongado descontentamento internacional.

Porém, sabe-se que os empréstimos concedidos pelo FMI não custam barato para as economias. Quando este se propõe a emprestar para os países em dificuldades passam a exigir mudanças em suas políticas fiscais, como redução de impostos e gastos públicos. Entretanto sabe-se que, se o país já está passando por uma profunda recessão, medidas como a austeridade fiscal só piora ainda mais a economia, provocando desemprego, falências etc. Segundo Oreiro (2010, p. 45),

A Grécia encontra-se, portanto, entre a Cruz e a Espada: se não fizer um ajuste fiscal forte e crível, os mercados financeiros internacionais irão exigir taxas de juros cada vez mais altas para o financiamento do seu déficit fiscal, o que irá conduzir o País inexoravelmente ao *default*; se fizer o ajuste fiscal requerido pelos mercados, poderá obter um alívio nas condições de financiamento do seu déficit público às custas de um aumento significativo do desemprego e queda do nível de atividade econômica. Nessas condições, a sociedade e os políticos da Grécia podem, em algum momento, perceber que os custos de manutenção do País na área do Euro superam os seus benefícios, o que levará a Grécia a abandonar a moeda comum. Se isso acontecer, a pressão sobre os demais PIIGS, principalmente a Espanha, pode se tornar insuportável, levando a um efeito cascata de saída de países da área do Euro.

A Espanha por sua vez, também foi intimidada a crescer seus impostos, diminuir seus gastos públicos e conservar a austeridade, devido seus altos índices de gastos públicos. De acordo com Roubini e Mihm (2010), antes do desencadeamento da crise mundial de 2008, a Espanha alimentou uma bolha imobiliária parecida com os EUA. Os preços dos imóveis haviam se valorizado em torno de 145%, entre o período de 1995 a 2005. A expansão do crédito também foi notória na Espanha entre os anos de 2004 a 2007.

Porém, com o estouro da crise americana de 2008, este país sofreu fortes consequências como a estagnação de suas atividades econômicas e a redução dos níveis de crédito e do emprego e queda nos preços dos ativos. O índice de desemprego subiu de 2007 de 8,2% para 11,3% em 2008, fechando 2009 com 20%. Diferentemente dos outros países que compunham o chamado PIGS, a Espanha havia reduzido consideravelmente suas dívidas públicas até meados de 2007. Porém, após este ano, a dívida elevou-se expressivamente devido à política de estímulo a economia adotada pelo governo em 2008 como uma tentativa de evitar que a recessão se tornasse em uma depressão. A Espanha ainda apresentava um enorme endividamento no setor privado no final de 2008, cerca de 4,1 trilhões de dólares. Como consequência desses elevados níveis de endividamento tanto privado como público, o consumo e os investimentos permaneceram estagnados por muitos anos. Neste contexto, a

única maneira de recuperar suas atividades econômicas era expandir de forma sustentável suas exportações, porém, com o colapso mundial, a demanda por bens estrangeiros reduziu fortemente (OREIRO, 2010).

A Alemanha e a Inglaterra por sua vez sofreram também com as consequências da crise mundial. Porém em uma escala bem menor que os países do PIGS. A Alemanha havia acumulado superávit fiscal durante vários anos, o que por sua vez permitiu utilizar-se da política fiscal como instrumento para diminuir os impactos da crise. Segundo Oreiro (2010), a competitividade da Alemanha foi mantida durante os dez primeiros anos de 2000, devido a sua política de “moderação salarial”, onde os trabalhadores concordaram em receber ajustes salariais reais muito abaixo de suas produtividades em troca de manter sua empregabilidade.

Com intuito de recuperar sua economia, a Alemanha passou a utilizar políticas do tipo empobrecer seu vizinho (CARVALHO, 2010). Esse tipo de política tem como por objetivo baratear as exportações com o intuito aumentar seu grau de competitividade e gerar superávits primários, mas tudo isso à custa da exaustão de outros países, prejudicando ainda mais os países compostos pelos PIGS.

Já a Inglaterra acompanhou a economia americana quando está começou a declinar. Isso aconteceu, segundo Roubini e Mihm (2010), uma vez que ambos os países possuem estruturas financeiras semelhantes. A economia Inglesa havia acumulado as mesmas vulnerabilidades durante os anos de expansão. De acordo com Dymski (2010), a Inglaterra e os EUA tomaram medidas rigorosas com intuito de conservar a liquidez. Para isso, foram criados programas de assistências a ativos problemáticos para fornecer recursos aos fundos com elevados déficits de capital à medida que os títulos securitizados não eram pagos. Porém, esses países não deram muito atenção para o alarmante quadro de desemprego que se formavam após o colapso de suas economias. Milhares de postos de trabalhos foram perdidos e a recessão permaneceu durante alguns anos nestes países.

Tem-se que a crise financeira não ficou restrita somente ao mercado norte-americano, mas ela se espalhou para vários países. Nota-se, os EUA possuem forte influência da economia dos demais países do globo. Isto deve-se ao gigantismo de sua econômica e de seus mercados bem desenvolvidos. Sua moeda, ainda que tenha perdido sua hegemonia global por não ser mais moeda reserva dos países ela ainda continua sendo a principal moeda global e suas oscilações ainda atingem a economia como todo. Ademais, a forte demanda de seus mercados para os países emergentes são como oxigênio para o fogo, eles necessitam desta

demanda para se manterem acesos. As incertezas ocorridas nos mercados norte-americanos levam a incerteza para o restante do globo.

3.5 Os impactos da crise financeira no Brasil

A crise de 2008, formada a partir da desestruturação nos mercados norte americano também ocasionou fortes impactos na economia brasileira. Apesar de ter sido considerada pelo presidente da República do Brasil como uma simples “marolinha” em meio ao um maremoto mundial, a realidade conferida nos mercados se mostrou totalmente diferente desta perspectiva otimista do governo. Apesar das instituições financeiras do Brasil não terem se envolvido com títulos securitizados emitidos pelos bancos e instituições norte-americanas, e além de possuir certa tranquilidade em suas contas públicas, a crise mundial foi capaz de provocar sérios danos à economia brasileira.

A crise instalada na economia brasileira foi, sobretudo, causada por uma desvalorização cambial e por uma redução da liquidez interna e externa. Segundo Oreiro e Basilio (2008), a desvalorização do real frente do dólar causou efeitos desestabilizadores na economia brasileira. Várias empresas exportadoras sofreram sérios prejuízos com a valorização da moeda americana, visto que haviam fechado contratos de derivativos apostando em torno da apreciação da moeda brasileira. No final de agosto de 2008, um dólar podia ser trocado por R\$ 1,60, mas a partir de 18/10/2008, este passou a valer em torno de R\$ 2,30, uma valorização de aproximadamente 44%.

Esta aposta na valorização do real fazia muito sentido para as empresas exportadoras. A economia Brasileira, a partir de 2002, passou a sofrer fortes apreciações em sua taxa de câmbio. Segundo Gala (2008), isso ocorreu devido a uma maior aposta dos investidores estrangeiros em aplicar seu capital em países considerados emergentes. As expectativas do mercado sobre a apreciação do real era extremamente otimista, visto que tinha-se a ideia que a moeda brasileira era subvalorizada, possuindo ainda uma grande margem para sua apreciação. O aumento gradativo do grau de investimento externo e interno em ações e em títulos financeiros ocasionava ainda mais a apreciação do real.

Porém sabe-se que a valorização do real acaba com a competitividade das empresas exportadoras estimulando a importações e reduzindo as exportações. Em uma tentativa de buscar novas oportunidades de lucros, essas empresas passaram a especular no mercado

financeiro, sobretudo, no mercado de câmbio onde havia certa regularidade nos seus níveis de preços. Segundo Oreiro e Basilio (2008), isso só foi possível, uma vez que o governo e sua equipe econômica davam sinais que a economia brasileira não iria sofrer com uma forte desvalorização cambial.

O governo ao sinalizar para o mercado que a taxa de câmbio não iria sofrer agudas alterações, incentivou as empresas a especularem sobre este mecanismo. Essas passaram a utilizar largamente instrumentos de derivativos de câmbio. De acordo com Oreiro e Basilio (2008), as empresas apostaram na apreciação do real. Para isso, vendia dólar aos bancos por meio do instrumento chamado *forward*, isto é, no mercado a termo, e se comprometiam a recomprar a moeda americana numa data estabelecida, geralmente com prazos de um a dois anos, porém as diferenças da taxa de câmbio teriam que ser pagas todos os meses.

Entretanto o problema central que prejudicou muitas das empresas exportadoras estavam nos termos estabelecidos e negociados entre estas e os bancos. Os contratos firmados favoreciam apenas as instituições bancárias. Segundo Ferraz (2013), essa assimetria ocorreu de duas maneiras. 1) as empresas assumiu duas vezes a posição vendida do dólar, enquanto os bancos apenas uma, caso sua cotação atingisse valores superiores ao valor de referência da taxa de câmbio; 2) As empresas eram obrigadas a cumprir os contratos, independentemente dos valores de suas perdas, já para bancos ficou estabelecido um teto máximo de perda. Se os prejuízos correspondessem 20% do total dos ativos o contrato poderia ser suspenso.

Logo, percebe-se um excessivo otimismo das empresas em relação à taxa de câmbio ao aceitarem essas imposições realizadas pelos bancos. Porém com a chegada da crise de 2008, especialmente com a quebra do Lehman Brother, a ruína recaiu sobre essas empresas. A desvalorização da moeda brasileira foi decorrente do pessimismo instalado nos mercados mundiais após o estouro da crise financeira nos EUA. Houve uma maior preferência pela liquidez, sobretudo, por moeda e títulos do governo americano, afugentando assim, o capital estrangeiro que habitava na economia brasileira. A grande liquidez mundial que aflorava os mercados brasileiros e dos países em desenvolvimento antes do colapso, reduziu drasticamente. O crédito cessou e com isso a desvalorização era inevitável. Essa variação no câmbio também provocou quedas nos preços das ações brasileiras.

A primeira vista, uma desvalorização da taxa de câmbio brasileira poderia estimular suas exportações e aumentar a arrecadação dessas empresas, entretanto por estarem mais

envolvidos com os mercados financeiros do que com o próprio processo produtivo, várias empresas como a Sadia, Aracruz e Votorantim tiveram prejuízos estrondosos.

Além disso, o Brasil teve que enfrentar a falta de liquidez interna suscitada pelos bancos comerciais. A incerteza nos mercados internacionais e o aumento dos riscos de crédito ocasionado pelas condições dúbias das empresas exportadoras levaram os bancos comerciais a restringirem sua concessão de crédito. Esses passaram a ter uma maior preferência por liquidez devido as suas expectativas negativas quanto ao futuro. Segundo Paula (2008), a crise instalada nos mercados bancários no Brasil não foi decorrente de uma crise de insolvência como nos EUA, onde os bancos não tinham recursos para pagar suas dívidas a terceiros, mas sim foi uma crise de liquidez causada pelo “empoçamento da liquidez”, onde esses ficaram mais seletivos na hora de conceder o crédito, em grande parte pelo aumento dos custos da moeda no mercado interbancário e das operações com CDBs (certificado de depósito bancário).

As consequências do empoçamento da liquidez conferidas pelos bancos comerciais foram sentidas, sobretudo, pelas instituições de menor porte financeiro, visto que estas são muito dependentes do mercado interbancário e da concessão de crédito, uma vez que possuem uma base de depositante pequena (EDUARDO; GIULIANO, TEPASSÊ, 2010).

A redução do crédito interno e mundial originados pelo um quadro pessimismo instalados na economia gerou consequências sérias também para o financiamento dos investimentos brasileiro. Com a diminuição da capacidade das empresas em tomar créditos para financiar novos projetos ou aumentar sua capacidade produtiva das empresas já existentes, somadas a diminuição da demanda externa e interna provocaram uma queda nesta variável, principalmente no setor industrial. Segundo banco central do Brasil (2009), o total dos investimentos na economia brasileira recuou em torno de 9,9% no ano de 2009. No setor de produção industrial observou-se um recuo de 7,4%, sendo o primeiro resultado anual negativo desde 1999. Esse resultado está intrinsecamente ligado à queda de 50% nas indústrias de transformação.

Logo, a redução dos investimentos na economia brasileira causou sérios impactos na taxa de crescimento do PIB e no aumento nos índices de desemprego no país. Segundo Carvalho (2010), a taxa de crescimento do PIB foi negativa em 0,2% em 2009. Já o índice de desemprego passou de 6,8%, registrado no mês de dezembro de 2008, para 9,0% em março de 2009.

Já as exportações brasileiras se comparada ao ano de 2008 também sofreram uma piora devido à queda na demanda mundial. A diminuição da procura provocou uma deflação dos preços das commodities, produtos estes que compõe boa parte dos produtos exportados pelo Brasil. Segundo Ferreira. (2010, p.17),

De fato, as exportações brasileiras cresceram de março em diante, mas em todos os meses de janeiro a setembro (primeira quinzena) de 2009 seus valores se encontraram bem abaixo dos meses repetitivos de 2008, com quedas entre -6% e -38%. Comparando-se o total desses meses de 2009 com os de 2008, eles caíram de -25,1%. As quedas mais fortes foram das exportações de produtos manufaturadas, de fato, comparando-se o período de janeiro a agosto de 2009 com o de 2008, elas caíram -32%. A subida as exportações brasileiras ocorridas entre maio a agosto de 2009 se deve, fundamentalmente, as exportações de produtos básicos, principalmente para a China.

Segundo dados do Instituto de estudos para o desenvolvimento industrial (2009), a conta externa Brasileira em 2008, apesar de não se tornar negativa sofreu uma queda significativa se comparada com o ano anterior. No de 2007, houve um superávit recorde histórico de US\$ 87,5 bilhões ligados a forte liquidez internacional conferidas no mercado a partir de 2003. Já em 2008, o superávit foi de apenas US\$ 2,9 bilhões devido à retração da liquidez internacional.

As transações correntes brasileira registraram uma forte queda em 2008, sendo a mais elevada desde 1998. Os déficits brasileiros chegaram a US\$ 28,3 bilhões devido a descimento dos superávits comerciais em 38,2% passando de US\$ 40 bilhões para US\$ 24,7 bilhões e do aumento de 36% das remessas de serviços e rendas, passando de US\$ 42,3 bilhões para US\$ 57,3 bilhões, aumento deste explicado pelo elevado estoque de passivos externos do país (INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, 2009). Já em 2009, os déficits sofreram uma pequena melhora, chegando a US\$ 24,3% bilhões causados por uma melhora dos saldos comerciais e pela redução do déficit de US\$ 6,9 bilhões na conta de renda (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2009).

Para estimular a economia e compensar a falta de crédito pelos bancos privados, o governo brasileiro colocou em prática várias medidas econômicas como: reduções na taxa de juros para estimular os investimentos; reduções da taxa de reserva compulsória para incentivar a concessão de crédito; isenção do IPI (Imposto sobre produtos industrializados), como forma de impulsionar as vendas e a produção; e subsídios à construção civil. (TERRA; SILVA, 2010).

Além disso, bancos públicos compraram carteiras de portfólios de bancos menores para evitar uma corrida bancária, impedindo assim, suas falências. Ademais essa medida afastou a possibilidade de que houvesse um risco sistêmico entre as instituições bancaria, uma vez que a falência de um, poderia originar incertezas quanto à solvência de outras. Segundo Almeida, (2010), o apoio financeiro do BNDES possibilitou que empresas brasileiras adquirissem empresas no exterior ao conceder empréstimos. Outras medidas como aumento dos créditos pelos bancos públicos também foram colocadas em exercício. Em fevereiro de 2010, os bancos públicos passaram a representar 41% do total representativo dos financiamentos na economia. Antes da eclosão da crise, esse índice representava 35%.

A pergunta que deve ser feita neste contexto histórico é: essas medidas surtiram efeitos desejados? E o que os Keynesianos dizem a respeito sobre essas intervenções. Essa pergunta é o que o próximo capítulo tentará responder.

4. AS EXPLICAÇÕES KEYNESIANAS PARA A CRISE DE 2008 E SUAS POSSÍVEIS SOLUÇÕES.

Introdução:

O capítulo anterior apresentou um corpo teórico com o propósito de analisar os fatores que causaram o surgimento da crise de 2008 nos mercados norte-americanos e sua propagação para o resto do globo. Ficou evidente que este colapso na economia dos EUA foi decorrente da forte desestruturação dos mercados imobiliários causados pela desregulamentação financeira da economia após os anos de 1980. Essas desregulamentações aliadas às inovações financeiras proporcionaram a expansão do crédito na economia, somados ao mesmo tempo a disposição dos bancos e instituições financeiras em conceder empréstimos e a disponibilidades das famílias em aumentar seu grau de endividamento foram os grandes responsáveis pelo desencadeamento da crise.

Este capítulo tem como objetivo analisar a crise financeira de 2008 à luz dos chamados ciclos econômicos Keynesianos e Pós-Keynesiano. Além disso, são apresentadas as possíveis soluções destas correntes de pensamento para que o surgimento de crise seja menos regular da economia, uma vez que não há remédios para evitar seu total aparecimento, dado que o sistema capitalista é instável por natureza.

4.1. Os ciclos econômicos segundo Keynes e Pós-Keynesianos

Para Keynes (1996), os ciclos econômicos são marcados por fortes alterações nos níveis de investimentos, emprego, renda e produção. São momentos onde a economia opera alternando em uma fase de expansão do crescimento com declínio da atividade econômica. O tempo de alternância entre o período de prosperidade e de recessão ou de recessão para crescimento se apresentam de forma distintas. Keynes (1996) aponta que a passagem de uma economia que passa por um crescimento elevado para um momento de recessão acontece de modo inesperado e acelerado. Já a transição de momento de recuperação para o crescimento econômico acontece de forma lenta e gradual. Para Minsky (2013), a instabilidade financeira se instala na economia quando o crescimento tranquilo das atividades econômicas se transforma em expansões de caráter especulativas que dão origem as bolhas financeiras.

Os ciclos econômicos definidos pelos keynesianos podem ser identificados a partir de três etapas: 1) da euforia a expansão do crédito, e assim, ao endividamento; 2) da incerteza a não confirmação dos rendimentos esperados; 3) do pânico à recessão. Na Teoria Geral proposta por Keynes (1936) fica evidente que os ciclos econômicos são considerados como “fenômenos de crises”. As crises econômicas são inerentes ao sistema capitalista, sendo consideradas como algo normal na qual o sistema está sujeito. Não somente para Keynes, mas também para pós-keynesianos, o surgimento delas se devem ao fato de que todas as decisões tomadas pelos participantes do mercado são realizadas com base em um futuro desconhecido e incerto.

A primeira etapa do ciclo é caracterizada por um estado de euforia. As expectativas otimistas que rondam a economia são transparecidas pela forte ampliação dos investimentos, dos meios de produção e do emprego. Nesta etapa, os investidores estarecidos por esse ambiente de confiança econômica passam a procurar oportunidades para ampliar seus rendimentos em novos setores produtivos ou financeiros. Os setores pré-aquecidos demandam por investimentos que, sobretudo, dependem de recursos que podem ser obtidos internamente ou por recursos de terceiros, sendo este, o mais utilizado para ampliar a produção e assim seus lucros. Segundo Kindleberger (2000, p. 3): “novas oportunidades de lucros são aproveitadas até o exagero, de uma forma tão próxima à irracionalidade que se transforma em mania”.

Para Minsky, os fatores que levam a uma crise financeira iniciam por alguns desalinhamentos, como por exemplo, começo ou fim de uma guerra, implicações políticas, conversão de dívida que abaixe as taxas de juros, alterações na política monetária, entre outros, não previstos no sistema macroeconômico e que se forem vastos e generalizados pela economia causam sérias modificações no comportamento dos agentes e no próprio cenário econômico. O aumento do estado de confiança em relação ao futuro possibilita o crescimento dos lucros em novos setores da economia ou naqueles já existentes, uma vez que as instituições ao estarem deslumbradas pelo ambiente de prosperidade passam a enxergar os portfólios das empresas como boa oportunidade de se obter mais e novos lucros, aceitando até mesmo redução da liquidez de seus passivos onde isso só é possível quando a economia está repleta de investidores que veem com bons olhos o futuro (KINDLEBERGER, 2000).

Logo, o desalinhamento altera as expectativas dos agentes na economia, possibilitando a transformação do ambiente econômico. Nota-se que para Minsky a mudança na psicologia dos mercados ocorre devido a algum desalinhamento na macroeconomia que muda o modo de

como as instituições enxergam o futuro. Todavia, a instabilidade econômica ocorre dentro do próprio modelo, isto é, endogenamente porque os bancos e instituições financeiras, no momento de puro otimismo, sempre estão arquitetando novas maneiras de criar moeda para expandir a concessão de crédito.

A transição de uma fase tranquila para uma fase de expansão provém de uma estrutura financeira sólida onde predomina as operações do tipo *Hedge*. Neste âmbito financeiro favorável, as rentabilidades das instituições são suficientes não somente para honrar com suas obrigações referentes aos juros e amortizações, mas também na geração de lucros para empresa e quando este estado permanece e se difunde entre a maioria das instituições e dos bancos, acaba por aumentar o estado de confiança entre os agentes que passam a ampliar seus investimentos (OREIRO 2001).

Entretanto, a ampliação dos investimentos está sempre atrelada ao aumento do endividamento das instituições. De acordo com Minsky (2013), durante o período de expansão moderado da economia as instituições financeiras passam a criar e a reinventar novas formas de moeda através das inovações como uma maneira de substituir a liquidez das carteiras de ativos. Além disso, novas técnicas e modalidades de empréstimos são criadas como forma de aumentar seus lucros.

As inovações financeiras aliadas às boas expectativas passadas relacionadas ao pagamento de dívidas pelas instituições financeiras induzem essas a diminuir suas margens de segurança. Segundo Minsky (2013, p. 209),

As margens de segurança afetam os planos de financiamento aceitáveis das unidades investidoras. A razão entre financiamento externo e interno muda ao longo do tempo como reflexo das experiências. Se as experiências recentes indicam que as dívidas são facilmente pagas, haverá uma tendência à ampliação da taxa de endividamento, e vice-versa.

As instituições embaladas pelo estado de confiança e instigadas pelos sucessos econômicos proporcionados pelo aumento dos seus lucros, somado ainda à disponibilidade dos intermediários financeiros em financiar os investimentos que também são incitados por essas expectativas otimistas e pela falta de problemas financeiros mais sérios, acabam por resultar na alteração das estruturas de obrigação consideradas seguras e apropriadas em favor do aumento do seu grau de endividamento e dos riscos nele associado (MINSKY, 2013).

Além disso, os intermediários financeiros e homens de negócios modificam seu comportamento e passam a especular em termos dos possíveis rendimentos futuros no mercado financeiro. Outro fator importante resultante desse quadro econômico, é que o estado de euforia presente na economia abre a possibilidade dos ativos de longo prazo serem sustentados pelos financiamentos de ativos de curto prazo, aumentando o grau de instabilidade (MINSKY, 2013).

Logo, percebe-se que na fase de euforia, os bancos e as instituições financeiras reduzem suas margens de segurança em favor de uma rentabilidade maior, expandindo a concessão de créditos e abrindo mão da liquidez. Segundo Kindleberger (2000 p. 3-4): “na fase maníaca, pessoas ricas ou com crédito transformam seus bens em dinheiro, ou tomam empréstimos para comprar ativos financeiros reais ou ilíquidos”. Nota-se que o desejo dos agentes de não ficar fora do mercado financeiro quando a economia passa por um momento de euforia faz com estes se exponham ao maior risco ao obter ativos considerados ilíquidos. Esse movimento especulativo acaba por elevar os preços dos ativos financeiros e por mercadoria devido a sua maior procura. De acordo com Keynes (1996), as expectativas em relação aos rendimentos futuros são tão otimistas que chegam a superar até mesmo uma alta dos preços dos bens de produção e da taxa de juros. Sabe-se que para este autor, a alta dos custos de produção reduz a eficiência marginal do capital. Nesta fase, porém a confiança na economia é suficientemente forte para contrabalançar sua queda.

Segundo Kindleberger (2000), o aumento dos preços acaba por influenciar o aparecimento de mais investidores e instituições atraídos por uma maior rentabilidade, esse movimento por sua vez, eleva o nível de renda estimulando mais ainda a entrada de novos participantes neste mercado. Neste estágio, os agentes compram os ativos esperando somente sua valorização para então revendê-los e não como forma de obter alguma renda ou utilizá-los como fonte de produção. De acordo com Kindleberger (2000, p. 19): “em um estágio mais avançado, a especulação tende a dissociar-se de objetos realmente valiosos e ater-se a outro, de valor ilusório. Um grupo cada vez maior procura se enriquecer sem uma real compreensão dos processos envolvidos”.

O aumento do preço do ativo de capital eleva o consumo devido ao maior “efeito riqueza” e dos investimentos causando redução de uma variável importante: a liquidez. Segundo Cintra & Cagnin (2008), o aumento no endividamento pelas famílias e empresas acontece, uma vez que essas passam a enxergar suas riquezas com outro olhar. Acreditam que

seus patrimônios são maiores devido ao aumento dos preços nas ações. Essa ilusão proporciona a elevação do consumo e das dívidas.

Estarrecidos pelo ambiente próspero e aparentemente de “maior riqueza” da economia, os bancos e as instituições financeiras, ao reduzirem sua margem de segurança, abrem espaço para o financiamento tipo especulativo e ponzi. Segundo Minsky (2013), a instabilidade financeira está atrelada a uma proporção maior de arranjos financeiros do tipo ponzi na economia. Este tipo de financiamento está sujeito à variação da taxa de juros, sendo que seu aumento provoca sérios problemas para os devedores assim com para os credores.

De acordo com Cintra e Cagnin (2008, p. 42-43),

Nesse ambiente de euforia, reduz-se a aversão ao risco, que se manifesta na queda da percepção do risco de crédito, na melhora dos critérios de *rating*, no rebaixamento dos critérios de concessão de empréstimos e na redução das provisões para devedores duvidosos. Os bancos e os investidores institucionais, na medida em que as projeções otimistas se confirmam, lançam-se à procura de novos clientes e novas operações. Passam a inflar suas carteiras com dívidas de empreendimentos cada vez mais arriscados, de recuperação difícil em uma conjuntura distinta (hipotecas *subprime*, por exemplo). Dessa forma, episódios de otimismo excessivo estimulam a entrada de devedores e de credores em processos de riscos crescentes.

Este cenário repleto de otimismo alimentado por altos índices de endividamentos, aumentos dos preços dos ativos, da produção, do consumo, da demanda, e repleto de investidores que visam aumentar seus lucros através da especulação, levam ao aparecimento de bolhas especulativas. Entretanto, essa bolha não pode ser inflada por muito tempo na economia ainda mais se todo esse crescimento foi sustentado pelo financiamento do tipo ponzi e especulativo que só fragilizam ainda mais o sistema econômico, uma vez que os riscos financeiros são elevados, visto que as dívidas das instituições podem sofrer um aumento se a taxa de juros subir. E, segundo Kindleberger (2000, p. 20): “à medida que o boom especulativo prossegue, as taxa de juros, a velocidade de circulação e os preços continuam a subir”.

Tem-se que alterações na taxa de juros, além de causar um aumento de dívida das empresas, ela provoca atrasos e eleva os dispêndios nos investimentos, uma vez que os custos de produção sofrem um aumento, devido a uma maior procura por mão-de obra e por materiais (MINSKY, 2013). Os aumentos dos custos de produção reduzem a eficiência marginal do capital, mas apenas isso não é suficiente se os agentes ainda apresentam expectativas otimistas. Somente quando estes percebem que seus investimentos não irão

propiciar a renda futura esperada é que a economia é levada para um colapso. Logo, a queda nos rendimentos futuros leva a um aumento forte da preferência pela liquidez que aumenta ainda mais a taxa de juros causando um declínio nos investimentos (KEYNES, 1996). Toda incerteza e a não confirmação dos rendimentos futuros denotam a segunda etapa dos ciclos econômicos.

Segundo Minsky (2013), a elevação da taxa de juros acontece, uma vez que chega uma hora na economia que o sistema monetário não consegue manter mais uma expansão de crédito elevada para sustentar os investimentos, tornando as condições de financiamento inelásticas. Isto pode ocorrer devido às mudanças nas decisões políticas, bancárias ou financeiras quanto às expectativas futuras. Esse movimento eleva a taxa de juros de curto prazo, que por sua vez aumenta os preços de oferta dos bens de investimento. Além disso, o aumento da taxa de juros de curto prazo causa sérios problemas no mercado mobiliário, visto que os agentes tomam financiamento de curto prazo para manter suas posições em ações e títulos e sua elevação causam o aumento da taxa de juros de longo prazo, provocando assim, uma queda na bolsa de valores e dos preços de títulos.

Segundo Minsky (2013, p. 218),

O preço de demanda dos ativos cai quando a taxa de longo prazo aumenta, e o preço de oferta de bens de investimento sobe quando a taxa de curto prazo aumenta. Isso tende a diminuir a distância entre os preços que incentiva a demanda de investimento. Se o aumento das taxas de juros for acentuado, o valor presente do bem de investimento como ativo de capital pode cair abaixo do preço de oferta. Tal inversão interromperá o investimento. Se os aumentos das taxas de juros forem agudos e forem acompanhados por estimativas menos positivas quando a lucratividade dos projetos, até mesmo projetos de investimentos em desenvolvimentos poderão ser abandonados.

O aumento da taxa de juros reduz não somente a expectativa de rendimento futuro que as instituições esperam receber, devido à elevação dos preços de bens de capital e o aumento dos custos relacionados às dívidas, mas também causam sérias desconfianças e incerteza sobre o futuro dos participantes no mercado. Esse novo quadro de desconfiança leva a queda dos investimentos, dos níveis de emprego e da produção. Além disso, o aumento da taxa de juros provoca queda nos preços das ações, piorando ainda mais o cenário econômico. Segundo Cintra e Cagnin (2008, p. 43),

[...] a deterioração das expectativas de parte importante dos agentes ocasiona uma queda abrupta no valor dos ativos, estoura uma bolha especulativa ou desencadeia

um *crash* bursátil. Fenômenos desencadeados por interações subjetivas entre os participantes do mercado, mediante a tomada de decisões estratégicas marcadas pelo mimetismo dos protagonistas, precariamente apoiadas nas expectativas dos demais, acabam provocando comportamentos coletivos de contágio e pânico.

Keynes (1996) já havia explicitado em sua teoria que a maioria dos participantes que atuam nas bolsas de valores são pessoas que não têm a mínima ideia de como funciona o mercado. Além disso, boa parte dos profissionais são especuladores que visam somente captar qual é a próxima tendência do mercado. Logo, qualquer desequilíbrio nesse provoca quedas desastrosas nos preços das ações e por decorrência na bolsa de valores.

Quando a expectativa negativa em torno dos preços das ações vai se espalhando pela economia e os agentes passam a acreditar nela, todos se transformam em vendedores, uma vez que passam a querer se livrar logo do ativo numa tentativa de recuperar o pouco do valor que resta. Neste momento o pânico toma conta dos mercados levando a uma deflação dos preços dos ativos. As expectativas negativas que rodam a economia denotam a última etapa dos ciclos econômicos.

Segundo Mollo (2008), toda a euforia que mantém e permite a expansão do crédito através da redução das margens de segurança pelas instituições financeira é reduzida drasticamente quando a incerteza e o pessimismo tomam conta do mercado, desencadeando uma crise econômica. A falta de empréstimos para as instituições complica ainda mais toda cadeia de produção, reduzindo suas atividades e os níveis de emprego. Além disso, as instituições passam a ter dificuldade para saldar seus compromissos e numa tentativa de honrá-las muitas colocam seus ativos a venda, provocando ainda mais a diminuição de seus preços. Segundo Cintra e Cagnin (2008, p.43)

Quedas de grande magnitude nos preços das ações e de outros ativos financeiros podem resultar em um “efeito pobreza”. Quando grande parte dos ganhos financeiros presumidos se evapora, a sensação de perda (e, portanto, de empobrecimento) provoca reduções nos níveis de consumo e de investimentos dos agentes, com impactos macroeconômicos inversos ao “efeito riqueza”, arrastando a economia para uma recessão.

A incerteza predominante dos mercados acaba por elevar a preferência por liquidez, uma vez que a moeda é considerada o ativo mais líquido e seguro da economia. A falta de confiança na economia e a cessão do crédito provocam reduções em massa nas atividades econômicas elevando os níveis de desemprego, reduzindo o consumo e a renda do país. Diante deste cenário, o sistema econômico caminha para uma fase recessiva.

4.2 Interpretando a crise com base nos ciclos econômicos keynesianos e Pós-keynesianos

A crise nos mercados norte-americanos e no Brasil, apesar de ter proporções diferentes quanto aos seus impactos na economia, suas causas são parecidas no que tange ao clima de confiança conferido nestes mercados após os anos de 2002. Sabe-se que a economia norte-americana é um espelho para os demais países, principalmente em se tratando de países emergentes em sua maioria extremamente dependentes economicamente. Se a economia norte-americana passa por um momento de expansão, todos os demais países são puxados pelo seu crescimento. Mas o contrário também é válido, ou seja, se esta entra em recessão os reflexos da crise também são vistos em todos os mercados.

O desencadeamento da crise na economia norte-americana passa por todas as etapas dos ciclos econômicos descritos anteriormente. O cenário econômico formado a partir de 2001, na economia norte americano foi construindo em cima de um ambiente repleto de otimismo. Os incentivos dos governos somados à expansão das inovações financeiras que possibilitaram a liberalização de crédito na economia reverteram o quadro de plena incerteza que rondava a economia, devido à crise das chamadas “ponto.com” em um ambiente global de euforia.

O desalinhamento macroeconômico causado pela redução da taxa de juros alterou as expectativas dos agentes na economia que passaram a enxergar boas oportunidades de aumentar seus lucros nos setores imobiliários. Instalada a euforia nos mercados, os bancos embalados pelo mesmo estado de confiança passaram a ampliar fortemente o crédito e a reinventarem novas formas de criar moeda, como os derivativos de crédito, securitização e o *subprime*. Percebe-se que antes do estado de otimismo reinar sobre a economia norte-americana, as estruturas financeiras deste país eram relativamente estáveis. Os bancos e as instituições possuíam uma boa margem de segurança, que durante os anos de expansão foi reduzida fortemente, visto que estes passaram a emprestar até mesmo para os clientes apelidados de NINJA (*no income, no job, no assets*, em português, sem renda sem emprego, sem patrimônio) baseados em modelos estatísticos.

Muitas famílias e empresas se endividaram na expectativa que os valores dos imóveis não iriam se desvalorizar. Além disso, as empresas, ao verem seus lucros aumentarem, passaram a diminuir suas preocupações com os riscos. Já os credores, eufóricos, acreditavam que os preços dos imóveis seguiriam aumentando, alimentando assim, a elevação dos seus preços. Logo, o aumento do endividamento levou o surgimento de uma bolha imobiliária.

Entretanto, percebe-se que a estrutura financeira que inflava a bolha imobiliária chegaria ao seu limite em uma questão de tempo, visto que seu crescimento se deu através do aumento do endividamento. Os bancos e as instituições financeiras ao reduzirem suas margens de segurança elevaram a proporção do financiamento do tipo ponzi e especulativo na economia norte-americana. Isto pode ser visto através da aceitação de perfil de cliente que não tinham a menor condição de financiar uma imóvel, visto que muitos não tinham renda, nem emprego e muito menos um ativo para dar como garantia. Para realizar a concessão de crédito a esses tomadores, os bancos e instituições financeiras utilizaram métodos estatísticos, tornando-os aptos para financiar uma hipoteca. Percebe-se o otimismo dos investidores no crescimento contínuo dos preços dos imóveis e da economia era suficientemente forte para cobrir o aumento dos seus riscos de inadimplência ao conceder empréstimos para os clientes apelidados de NINJA. Entretanto, a instabilidade na estrutura financeira na economia norte americana era evidente, qualquer alteração na taxa de juros poderia causar estragos enormes na atividade econômica.

Todavia, sabia-se que o governo norte americano não conseguiria manter uma taxa de juros relativamente baixa por muito tempo, pois segundo Minsky (2013), em uma determinada hora a economia não é mais capaz de sustentar uma expansão de crédito elevada para manter o aumento dos investimentos. A partir do final de 2004 a taxa de juros foi aumentando gradativamente nos próximos anos. Porém, à medida que taxa de juros subia, muitos tomadores de empréstimos não conseguiam honrar com suas obrigações, levando a redução da demanda por imóveis. Logo em 2006, os preços dos imóveis começaram a cair, provocando um sentimento de incerteza na economia.

À medida que os tomadores de empréstimos não honraram com seus compromissos ocorreu uma onda de inadimplência pelas instituições. O pânico tomou conta da economia, todos passaram a ser vendedores numa tentativa de se livrar logo dos ativos à medida que seus preços seguiam caindo. O pessimismo acarretou o aumento da preferência pela liquidez e interrompeu o crédito na economia norte americana. A falta de liquidez prejudicou diversas empresas que necessitam de empréstimos para se manterem operando, provocando desemprego e queda no nível de produtividade.

A economia brasileira também passa por todas as etapas dos ciclos econômicos keynesianos. O crescimento econômico também foi construindo em cima de um estado de euforia proporcionado por um ambiente global de otimismo. Os investidores estrangeiros

passaram a investir nos mercados brasileiros acreditando que o real continuaria aumentando frente ao dólar. As empresas brasileiras, por sua vez, impulsionadas pelo ambiente próspero e favorável aumentaram seu grau de especulação através do uso de instrumentos financeiros, apostando que o real também seguiria sua trajetória de apreciação do câmbio. Além disso, o governo também alimentou esse otimismo, sinalizando para os mercados que a taxa de câmbio não iria sofrer grandes variações.

Todo esse ambiente de euforia foi alimentado pela expansão de crédito externo e interno. As empresas reduziram suas margens de segurança confiando que a economia iria continuar crescendo e apostaram que a taxa de câmbio iria seguir se valorizando frente ao dólar. Porém, com o colapso na economia norte-americana houve um aumento da preferência pela liquidez, especialmente pela moeda norte-americana, visto que embora a crise tenha se iniciado nos EUA o dólar ainda era a moeda mais confiável provocando assim, sua valorização. Segundo Oreiro e Basílio (2008), no final de agosto a moeda brasileira poderia ser trocada por R\$1,60 para cada dólar, mas em 18/10/2008 o brasileiro teria que desembolsar R\$ 2,30 para cada dólar, um aumento significativo em torno de 44%.

Com esse novo quadro econômico, o pessimismo tomou conta da economia brasileira. Nota-se que houve de fato um desalinhamento externo que contribuiu para instalar o medo e a incerteza nos mercados brasileiros. Mas a fragilidade financeira ocorreu endogenamente. Muitas empresas haviam fechado operações com derivativo não com propósito de se protegerem das oscilações da taxa de câmbio, mas com a finalidade de especular sobre sua variação. Segundo Oreiro e Basílio (2008), as empresas passaram a especular no mercado financeiro para compensar as perdas operacionais ocorridas com valorização do real que prejudicavam as exportações. Entretanto, com a desvalorização do real frente ao dólar, muitas empresas como a Aracruz, Sadia e Votorantim sofreram enorme prejuízo em torno de 5 bilhões se somadas juntas, desencadeando assim, uma onda de pessimismo pela economia.

A instabilidade econômica anunciada nos mercados de derivativos causou o estancamento do crédito pelos bancos nacionais que foram tomadas por esse ambiente de pessimismo e a economia entrou em uma recessão breve, passando a ser recuperada no final de 2009. Apesar de a economia brasileira ter dimensões diferentes do que na economia norte-americana, a crise de 2008 prejudicou muito sua economia.

Percebe-se que a teoria Keynesiana e pós-keynesiana conseguem explicar através da teoria dos ciclos econômicos como as economias norte-americana e brasileira transitaram de

fase de tranquila para uma fase de expansão e recessão. Apesar de Keynes e Minsky não terem presenciado a crise de 2008, suas teorias se encaixam perfeitamente como todo foi desenrolado como se fossem previsões, mas que nada verdade são teorias que conseguem explicar a realidade de como as economias caminham para uma crise, utilizando-se basicamente seus olhares para o comportamento do indivíduo.

4.3. As soluções keynesiana para as crises econômicas.

4.3.1. Regulamentação

Keynes e Minsky apontam algumas mudanças reais nas quais um país deve percorrer para que a presença de crises econômicas sejam menos regulares em uma economia, uma vez que seu total desaparecimento não é possível, visto que economias capitalistas são inerentemente instáveis, e mesmo que uma reforma seja bem-sucedida esse sucesso será temporário. Uma característica da modernidade é que novos instrumentos financeiros sejam lançados de tempos em tempos, originando assim, novas fragilidades no sistema.

A crise financeira de 2008 colocou em xeque a teoria neoliberal na qual os governos foram fortemente influenciados. A ideia de que os mercados se autoajustavam e são plenamente eficientes se mostrou falha. A crise de 2008 foi justamente causada pelo predomínio desta forte confiança de que o mercado pudesse seguir seu rumo sozinho sem nenhuma intervenção. A desregulamentação econômica conferida aos mercados era vista como algo importante para o seu crescimento econômico, sendo assim, o Estado não deveria colocar nenhum empecilho que dificultasse as negociações. Mas sabe-se que foi justamente o fato de não se impor limites às estruturas financeiras das instituições é o que possibilitou a formação de uma economia ainda mais frágil e suscetível à crise. A securitização, os derivativos de crédito e os *subprime* simplesmente foram utilizados em grande escala pelos bancos e não bancos e nada foi feito quanto à transparência de suas negociações e quanto sua capacidade de solvência. Bancos facilmente transferiam seus riscos para terceiros, uma vez que as instituições paralelas não eram regulamentadas, podendo agir como quisessem. Foi exatamente assim que atuaram, espalhando ativos podres na economia sem nenhum lastro sobre ativos reais.

Famílias e empresas tiveram oportunidade de aumentar suas dívidas, e assim, seu consumo através do financiamento do tipo ponzi e especulativo. Isso só foi possível porque os

bancos e instituições paralelas reduziram suas margens de segurança e passaram a aceitar outro tipo de perfil de cliente com base em cálculos matemáticos, emanando forças endogenamente desestabilizadoras.

Minsky (2013) demonstra que o funcionamento da economia necessita estar ancorado em uma teoria econômica para lhe dar suporte quando os problemas surgem. Porém, essa teoria deve levar em conta o que ocorre no mundo real e não em suposições subjetivas. Essa é exatamente a crítica que esse autor faz aos governos que passaram, a partir de 1980, a constituírem suas políticas de acordo com uma teoria que é incapaz de reconhecer as deficiências econômicas e de estabelecerem novos rumos.

Minsky (2013) diz que uma reforma não deve ser como uma “colcha de retalhos”, isto é, não pode ser fragmentada, uma vez que ao corrigir uma falha novos problemas surgem como se fossem efeitos colaterais, afetando a vida social e a economia. Logo, é necessário fazer reformas institucionais e estruturais capazes de interromper tendências que geram instabilidade. Para isso, é importante que haja uma política capaz de cobrir todo o quadro econômico e desenvolver planos abrangentes e articulados entre si.

Para Minsky (2013), o Estado deve ser capaz abranger e assegurar certa estabilidade ao regular e supervisionar os funcionamento do mercado controlando suas práticas financeiras. Segundo Minsky (2013, p. 59),

A necessidade de intervenção de última instância deve-se ao crescimento explosivo de um sistema financeiro especulativo e a forma pela qual as finanças corporativas favorecem a ocorrência de crises, as quais, para serem evitadas, requerem reformas institucionais capazes de restringir as finanças corporativas externas bem como limitar a capacidade dos bancos e outras instituições financeiras de sustentarem situações explosivas.

Logo, percebe-se que Minsky acredita que o Estado não deve ser um mero coadjuvante da economia, mas sim a instituição principal que deve intervir no funcionamento dos mercados procurando regulamentar e restringir certas práticas financeiras, tanto externas como internas, com intuito de diminuir a fragilidade do sistema econômico. A economia não deve operar livremente, uma vez que fornece condições claras para que a especulação e a valorização financeira da riqueza tomem conta do cenário econômico, desestruturando economias consideráveis saudáveis e transformando-as em verdadeiras bolhas financeiras. Além disso, ao limitar certas práticas financeiras dos bancos internos, o Estado restringe o

surgimento de expansões que alimentam os endividamentos não sustentáveis, isto é, do tipo ponzi e especulativo.

Neste sentido, de acordo com as premissas de Minsky, o Estado deveria impor regulamentação para certos instrumentos financeiros como a securitização e os derivativos exóticos como uma maneira de limitar a atuação dessas inovações pelo sistema econômico, diminuindo assim, os riscos sistêmicos inerentes a esses. Segundo Mollo (2008, p.10)

[...] é preciso medidas de regulação prudencial, na contramão do que mercado e neoliberais recomendaram ao longo do tempo. De nada adiantou respeitar a iniciativa privada para evitar ineficiências. Elas se deram em particular nos mercados menos regulados e onde os preços são mais flexíveis, ao contrário do prescrito por eles.

Os pós-keynesianos atuais levantam uma série de propostas que envolvem melhorias na regulamentação financeira na economia que podem resultar em estruturas financeiras mais consistentes. Para tanto, primeiramente os EUA e Europa devem solidificar suas agências regulatórias. Foi exatamente por serem descentralizadas e atrasadas é que possibilitou o desenvolvimento de inovações financeiras que foram amplamente utilizados como instrumento para especulação e como transferência de riscos. Além disso, o *Federal Reserve* poderia supervisionar bancos financeiros, seguradoras, fundos de investimento etc. Em segundo lugar, o uso de derivativos de crédito e a securitização deveriam ser restringidos através de: 1) imposição de limites do uso de instrumentos financeiros que podem ser emitidos e contraídos pelas instituições reguladas; 2) Bancos Centrais só deveriam aceitar como garantia nas operações compromissadas e de redesconto somente ativos de ABS que possuem uma maior transparência em sua negociação; 3) os originadores dos títulos deveriam ser obrigados a reter seus títulos com maiores riscos, isto proporcionaria um maior cuidado na sua emissão; 4) os bancos devem incorporar em seu balanço as operações realizadas através das instituições paralelas; 5) exigir uma margem de segurança para as operações com derivativos de crédito através da criação de uma câmara de compensação com intuito de mitigar os riscos relacionados ao uso deste instrumento e fornecer maiores informações para os investidores sobre o que ele está adquirindo (PRATES, *et al*, 2008)

Perece-se que a proposta de regulamentação tem como intuito controlar o uso dos instrumentos financeiros pelas instituições bancárias e não bancárias para garantir uma melhor qualidade por meio das operações com crédito. Com isso, ao se impor limites, diminuiria a possibilidade das operações especulativas sobrepujar os investimentos produtivos.

4.3.2 O Estado como estimulador da demanda.

Para afastar a economia de uma depressão, Keynes acreditava que o Estado deveria intervir por meio de política administrativa como aumentos dos gastos fiscais e redução da carga tributária e até mesmo atuando na psicologia do mercado, através da recuperação do estado de confiança dos participantes do mercado.

Para Keynes (1996), quando a incerteza e a decepção quanto aos rendimentos futuros já estão disseminados pela economia, primeiramente o governo deve agir com desígnio de recuperar a confiança dos participantes do mercado, uma vez que o estado de espírito dos agentes é a base de todo o funcionamento da economia, visto que soluções do tipo redução da taxa de juros como intuito de estimular os investimentos nada adiantarão se a incerteza ainda permanece sobre a economia. Somente depois de recuperada a confiança, uma queda na taxa de juros poderia estimular o retorno dos investimentos.

Percebe-se que a incerteza quanto aos rendimentos futuros é um dos fatores primordiais que mantém uma economia em crise. Um exemplo de que reduções na taxa de juros como forma de reativar a demanda e os investimentos não dão certo quando a economia passa por um momento de incerteza pode ser visto na crise de 2008. Em uma tentativa de reanimar a economia e atenuar o problema de liquidez, o governo norte-americano diminuiu fortemente a taxa de juros em 2008 como uma tentativa de reduzir o *TED spread*, que é a diferença entre a taxa de títulos do governo americano de três meses e a taxa interbancária Libor (*London Interbank Offered Rate*), mas a diferença entre eles continuou elevada, devido à falta de confiança do mercado. Segundo Cintra e Farhi (2008) o elevado *spread* entre os títulos americanos e a taxa interbancária Libor se deve, por um lado, a ocorrência da incerteza no mercado interbancário. Após a falência do Lehman Brother houve a paralisação das operações interbancárias e a desconfiança se espalhou para as demais operações com derivativos, mercado de ações e de crédito no âmbito mundial. E por outro lado, devido o aumento da preferência pelos títulos do Tesouro Americano, visto que esses ainda eram considerados mais seguros, não permitindo assim, a diminuição dos juros nos EUA.

Outro ponto levantado por Keynes (1996) é que o Estado não deve aumentar a taxa de juros como forma de contrabalançar e amenizar os efeitos expansionistas na economia de um país quando este estiver passando por um momento de superaquecimento ou sobreinvestimento, como aconteceu nos EUA a partir de 2004, uma vez que esse aumento

acaba desestimulando os investimentos produtivos úteis para a economia. Para isso, o Estado deve garantir uma taxa de juros baixa para estimular a propensão a consumir e direcionar os investimentos através de políticas governamentais para proporcionar uma maior produtividade na economia, gerando emprego e aumento da renda, uma vez que essa variável na maioria das vezes é muito mal conduzida pela iniciativa privada. Além de manter a taxa juros baixa, o Estado deve tomar medidas enérgicas, como por exemplo, uma nova redistribuição de renda para estimar o consumo. De acordo com Keynes (1996, p. 300-301)

Assim, o remédio para o auge da expansão não é a alta, mas a baixa da taxa de juros! Pois aquela pode fazer perdurar o chamado auge da expansão. O verdadeiro remédio para o ciclo econômico não consiste em evitar o auge das expansões e em manter assim uma semidepressão permanente, mas em abolir as depressões e manter deste modo permanentemente em um *quasi-boom*!

Keynes (1996) argumenta que para afastar as incertezas do mercado e estimular a demanda, mantendo assim o nível de emprego, o Estado deve ampliar sua política fiscal. Em tempos de incerteza o governo tem o poder de reanimar a demanda através da diminuição de sua carga tributária, transferência de renda e aumento dos seus gastos, proporcionando assim, o retorno da estabilidade. Porém, sabe-se que essas medidas resultam em um aumento dos déficits governamentais. Entretanto para Keynes, o aumento da dívida pública é um fator preponderante para evitar um colapso na economia. Primeiramente o governo deve evitar uma catástrofe e só depois pensar em seu equilíbrio fiscal, quando a economia se recuperar.

Através do aumento de seus gastos fiscais o governo conseguiria manter o número de empregados e assim a demanda seria novamente estimulada, uma vez que conservaria o consumo. O aumento da demanda seria compensado, por sua vez, pelo aumento da produção, retomando assim, os lucros dos investidores. Deste modo, ficaria a cargo do Estado absorver tudo aquilo que não foi consumido, eliminando assim, os estoques e reduzindo a capacidade ociosa da economia. Keynes propõe que o governo deveria investir até mesmo em atividade improdutivas como uma forma de absorver uma massa de trabalhadores desocupados.

Se o Tesouro se dispusesse a encher garrafas usadas com papel moeda, as enterrasse a uma profundidade conveniente em minas de carvão abandonadas que logo fossem cobertas com o lixo da cidade e deixasse à iniciativa privada, de acordo com os bem experimentados princípios do *laissez-faire*, a tarefa de desenterrar novamente as notas (naturalmente obtendo o direito de fazê-lo por meio de concessões sobre o terreno onde estão enterradas as notas), o desemprego poderia desaparecer e, com a ajuda das repercussões, é provável que a renda real da comunidade, bem como a sua riqueza em capital, fossem sensivelmente mais altas do que, na realidade, o são. Claro está que seria mais ajuizado construir casas ou algo semelhante; mas se tanto

se opõem dificuldades políticas e práticas, o recurso citado não deixa deser preferível a nada. (KEYNES, 1996, p. 145)

Para Minsky (2013), a atuação do Estado grande e do “emprestador de última instância” são essenciais para manter estável uma economia. Para esse autor, a intervenção do Estado é fundamental para reprimir uma depressão, visto que através dos seus déficits fiscais o governo consegue estimular a demanda e sustentar ou até aumentar os lucros empresariais. Uma vez garantidos os lucros dos empresários, a produção e o nível de emprego estarão mantidos na economia, afastando-se a possibilidade de uma crise. Além disso, Minsky aponta que a atuação do governo pode até mesmo servir como uma barreira contra a inflação, mas para isso, a tributação e os dispêndios governamentais devem ser projetados.

Entretanto, a estabilidade dos lucros na qual a economia depende para manter seu ritmo de funcionamento está condicionada ao tamanho do Estado. Isto é, seus gastos fiscais devem ser pelo menos proporcionais ou maiores que os investimentos privados para contrabalancear os efeitos no lucro quando a economia apresenta uma queda nos investimentos. Além disso, o Estado deve se preocupar também com o que deve ser produzido, como produzir e para quem deve ser produzido (MINSKY, 2013).

Segundo Minsky (2013), no momento em que o governo aumenta seus déficits fiscais para cobrir pelo menos a queda nos investimentos privados ele acaba gerando empregos e mantendo as atividades econômicas, uma vez que o dispêndio governamental é um determinante da renda nacional. Quando os empregos são conservados aqueles que estão no mercado de trabalho acabam por contribuir pagando taxas e impostos. E quando o governo contrata alguém tem como pressuposto que este irá contribuir para a produtividade econômica. No entanto, quando o governo apenas transfere a renda, não há nenhuma melhoria na produtividade econômica, não possuindo efeito nos níveis de emprego e produção, apenas irá incentivar o consumo. Essa transferência de renda quando é muito ampla e onerosa tende a reduzir a renda e produzir inflação, além de desestabilizar socialmente a economia. Percebe-se que Minsky não é contra a transferência de renda, mas quando elas se tornam imensas, elas acabam prejudicando mais do que podem ajudar.

Do mesmo modo, que Minsky (2013) propõe que os déficits governamentais sejam suficientes para sustentar os lucros dos capitalistas, o governo deve ter a mesma capacidade de gerar superávit quando a economia passar por um momento de intensa inflação. Para isso, a receita gerada pelos impostos tem que sofrer um aumento, logo, a carga tributária deveria

ser ampliada. Portanto, o sistema fiscal é primordial para o governo manter uma estabilidade em sua economia.

Logo, partindo de uma análise keynesiana-minskyana, percebe-se que a intervenção do Estado na economia é essencial para reanimar a demanda agregada em tempos de dificuldades. Ao garantir os lucros dos empresários, o Estado consegue manter a produtividade e o nível de emprego através do aumento de seus gastos fiscais, uma vez que este consegue atuar na psicologia do mercado demonstrando para os investidores que seus lucros serão mantidos. Além disso, a atuação do governo deve estar voltada para combater movimentos, tanto de contração via estímulo de demanda, como de expansão, através da geração de superávit fiscal. Portanto, a presença do Estado forte é eficaz para manter a saúde financeira dos países.

Além disso, o Estado deve manter a estabilidade da taxa de juros básica da economia, uma vez que isso permite o aumento da taxa de investimentos, pois os empresários passam a conhecer melhor sua taxa de retorno futura de curto e longo prazo, favorecendo a ampliação de seus negócios.

Segundo Ferrari e Paula (2010), os governos devem propor medidas econômicas como forma de mitigar a restrição externa dos países emergentes. Essas medidas envolvem transformações da estrutura de produção, tais como: 1) adoção de uma taxa de câmbio que vise à restrição de ações especulativas e como forma de manter a taxa de câmbio real relativamente estável, estimulando assim, a atividade exportadora; 2) uma política industrial voltada para a diversificação e elevação das exportações; 3) deve haver uma política estratégica para atrair os investimentos direto estrangeiros, sendo este o instrumento principal para vincular a produção interna e a produção direcionada para as exportações; 4) investimento infraestrutura, logística e em pesquisas e desenvolvimento das empresas.

4.3.3 O Emprestador de Última Instância

O Estado grande tem o papel de conduzir a economia para o equilíbrio através do aumento de seus déficits fiscais anticíclicos quando a economia passa por momentos de dificuldades financeiras. Além disso, os aumentos dos gastos do governo promovem a estabilidade da produção, do emprego e dos lucros. Já a importância do prestador de última instância consiste em manter certa estabilidade dos preços dos ativos e no mercado financeiro.

Isso é possível, uma vez que os bancos centrais podem adquirir os ativos financeiros de risco quando os participantes do mercado não estão dispostos a comprá-los, possibilitando assim, a troca de títulos considerados seguros por títulos com alto índice de risco, tornando assim possível a estabilidade desses ativos. Além disso, o emprestador de última instância pode receber como garantia títulos inseguros, mantendo assim, a queda de seus preços (MINSKY, 2013).

Enquanto o Estado Grande age sobre a demanda agregada e os fluxos financeiros, o financiador de última instância age sobre o valor da estrutura herdada dos ativos na recomposição dos portfólios. Esses esforços conjuntos de estabilização são necessários para conter e/ou reverter um declínio da renda aos traumas financeiros [...]. (MINSKY, 2013, P. 43-44)

Quando a economia perpassa por problemas financeiros e a iliquidez se torna parte do cenário econômico, o “emprestador de última instância” tem como função fornecer refinanciamento às instituições financeiras para que estas possam continuar funcionando, uma vez que a falta de crédito pode levar a falência de firmas cujas estruturas financeiras dependem do financiamento para se manterem aquecidas ou até mesmo para cobrirem seus passivos em tempos de dificuldade (MINSKY, 2013). Ao garantir o crédito e o retorno da liquidez na economia, o emprestador de última instância previne que as crises financeiras ganhem grandes proporções e evita sua disseminação pela economia. Além disso, ao conceder o refinanciamento, as empresas não necessitam mais vender seus ativos como forma de adquirir recursos, inibindo assim, uma possível queda brusca dos valores dos títulos e o aumento do índice de inadimplência. De acordo com Minsky (2013, p.49),

A intervenção desses “financiadores” impede que o valor dos ativos possuídos pelas instituições financeiras despenquem tão rápido que a perda geral de liquidez ou uma ampla incapacidade de manter o valor nominal de seus depósitos e outras dívidas venham a ocorrer. Essas intervenções asseguram que as perdas sofridas pelos bancos e outras instituições, quando os valores de mercados de seus ativos caírem não serão repassados aos depositantes do próprio banco. Desse modo, previne-se a amplificação das perdas.

Segundo Minsky (2013), a intervenção do emprestador de última instância na economia deve surgir antes mesmo da renda diminuir fortemente e quase ao mesmo tempo em que as medidas fiscais tomadas pelo Estado Grande entram em cena. Caso essas medidas não forem realizadas, haverá uma consequência muito forte nos níveis de preços dos ativos em relação aos preços dos bens de produção, causando um enorme processo de deflação. Além disso, resultaria em uma queda nos investimentos e no consumo duráveis daqueles bens de

produção que são dependentes de financiamento para se manterem em cena, causando assim, o declínio mais acentuado na produção, da renda, dos lucros e do nível de desemprego.

Minsky (2013) ressalta que as políticas estabilizadoras só irão resultar em um sucesso econômico se o papel de prestador de última instância for bem claro e definido pelo órgão responsável por tais implementações, o banco central. Esse autor observou que quando a economia é regida pelo ideário do livre mercado, a possibilidade de ocorrer crise é muito maior. Isto decorre do caráter básico concedido aos bancos centrais como apenas um controlador da oferta de moeda, uma vez que se ignora que o funcionamento normal de uma economia possa levar ao surgimento de estruturas frágeis e instáveis.

Além de intervir na economia como um prestador de última instância, o banco central deve monitorar as evoluções das práticas financeiras em tempos de tranquilidade, verificando o tipo de financiamento concedido pelos bancos e não bancos. Outra função importante desta instituição, segundo Minsky (2013), é que ela precisa garantir que os termos de alguns contratos devem ser inexoravelmente respeitados, independentemente das condições vigentes na economia ou da situação da firma devedora, uma vez que ao dar garantia, as chances de inadimplência diminuem. E quando o banco central aumenta sua garantia para os ativos com baixo risco de *default*, ele aumenta a liquidez do mercado e incrementa a disponibilização de crédito.

É ainda de responsabilidade do prestador de última instância impedir negócios capazes de piorar ainda mais as crises financeiras. Esse mecanismo se dá quando uma instituição substitui seus passivos privados por passivos com títulos do governo e quando o financiador absorve as perdas privadas, sendo assim o segurador passa a ter direito de exigir mais cautela do seu assegurado (MINSKY, 2013).

Para promover a estabilidade do sistema capitalista, o banco central deve ser responsável por orientar o desenvolvimento das instituições financeiras, uma vez que na economia capitalista a estrutura financeira ascende sobre o capital privado, visto que estas dispõem da produção de bens de investimento e comandam boa parte dos ativos de capitais. Na percepção de Minsky (2013), é dever do banco central controlar e intervir nos financiamentos concedidos pelos bancos privados às empresas que possuem estruturas financeiras do tipo *Hedge*. Segundo Minsky (2013, p. 370),

O Fed teria assim dos meios de controlar o financiamento bancário: 1) a exigência de capital e 2) a exigência de reserva. A primeira é uma restrição de longo prazo, com penalidades sobre distribuição de dividendos e, talvez, sobre a taxa de redesconto para quem estiver abaixo da meta; a segunda é um controle de curto prazo.

Além disso, os bancos públicos podem e devem atuar por meio de políticas anticíclicas completando as lacunas deixadas pelas instituições privadas em relação às demandas por crédito em determinados setores econômicos, áreas geográficas e em certas mobilidades de serviços. Ademais estas instituições devem ainda impor uma regulamentação na concorrência dos mercados onde operam (MENDONÇA; DEOS, 2010).

Segundo Ferrari e Paula (2008), vários economistas keynesianos passaram a defender a criação de uma espécie de *Internacional Market Maker*. Essa organização teria como objetivo manter certa liquidez mundial com intuito de aumentar a demanda efetiva e restringir a livre mobilidade dos fluxos de capitais especulativos. Essa ação proporcionaria condições para que a economia experimentasse períodos de crescimento mais duradouros e manteria estável o nível de emprego na economia. .

Na crise de 2008, o FED atuou com um prestador de última instância, mas sua atuação foi considerada tardia. O banco central americano se recusou a salvar de uma falência nada menos do que o Lehman Brother, um grande banco de investimento. Logo após a queda deste banco, a crise financeira de 2008 dos mercados americanos se disseminou para vários países provocando uma forte redução da liquidez mundial e prejuízos enormes para as demais economias. Logo após a falência do Lehman Brother, o FED injetou na economia um pacote de 700 bilhões na economia para salvar outros bancos e instituições financeiras, passando a garantir aos depósitos bancários, mas os estragos na economia já haviam se tornando realidade.

Na economia brasileira, segundo Terra e Silva (2010), o governo atuou como prestador de última instância ao reduzir a taxa de redesconto, mas sua ação não teve como propósito prevenir a crise, mas apenas abrandar seus efeitos sobre a economia brasileira. Isso deveu-se ao excessivo otimismo do governo brasileiro que acreditava que a crise passaria pelo país sem causar grandes estragos na economia. Esses autores propõem que o Estado deveria impor medidas estabilizadoras não somente por meio de políticas fiscais e monetárias, mas também através de controle de capitais tendo por objetivo administrar os volumes capitais especulativos. “Logo, não seria o objetivo de tais políticas socorrer um pico ou um vale do

sistema econômico, mas, sim evitar que picos ou vales existam” (TERRA; SILVA, 2010, p.86).

Entretanto, vale apenas ressaltar que alguns economistas da mesma linha de pensamento Keynesiana acreditam que a atuação do governo brasileiro foi fundamental para mitigar os impactos da crise, principalmente no que concerne ao seu papel de prestador de última instância. Segundo Almeida (2010), o governo ao reduzir a taxa de desconto proporcionou o aumento da liquidez na economia e evitou uma corrida bancária ao aliviar a incerteza dos agentes sobre a liquidez dos bancos. Além disso, essa política impediu a formação de uma crise nos bancos de menor porte, visto que os bancos públicos compraram participações e carteiras de crédito de bancos com dificuldade. De acordo com Almeida (2010, p. 58-59): “As medidas na área de liquidez e de políticas bancária, portanto, evitaram uma crise de liquidez que, se desencadeada, restringiria de forma aguda o crédito e tornaria inevitável uma recessão de grandes proporções na economia”.

Para este mesmo autor, a política mais relevante realizada pelo governo brasileiro foi a ampliação do financiamento por meio dos bancos públicos. O crédito concedido por estas instituições permitiu o retorno do crescimento econômico. Eduardo, Oliveira e Tepassê (2010), também acreditam que a intervenção do Estado por meio dos bancos públicos via aumento da concessão de crédito foi fundamental para anemizar os efeitos ocorridos após a retração da liquidez realizada pelos bancos privados.

4.3.4. Uma estratégia de emprego

A partir dos anos 1980, a desregulamentação financeira e o liberalismo econômico redesenharam a configuração política relativa à manutenção do pleno emprego. Antes deste período, o crescimento econômico se assentava na sustentação dos níveis de emprego e na melhoria das condições de vida da classe trabalhadora. Mas a partir deste período, a conservação do nível de emprego perdeu importância e o foco do crescimento econômico passou a ser o aumento dos lucros, tanto nos negócios como nos investimentos financeiros.

Segundo Palley (2010), o modelo de crescimento econômico sofreu fortes alterações a partir da década de 1980, que podem ser visto através das mudanças na percepção das políticas fiscais e monetárias. Antes deste período as ampliações dos gastos comerciais eram vistas como prejudiciais à manutenção do nível de emprego, uma vez que causavam sérios

vazamentos de dispêndio da economia. Após 1980, o aumento do déficit comercial passou a ser visto como um mecanismo de controle da inflação e também como um amenizador dos efeitos da estagnação salarial. Já a política monetária era conduzida para dar apoio ao mercado de trabalho, impulsionando o crescimento dos investimentos e assim, dos salários e da produtividade. Mas a partir de 1980, esse mecanismo passou a ter como objetivo manter os níveis de preços dos ativos e o crescimento dos salários passou a ser visto como ameaça ao aumento da inflação.

Esse novo modelo de crescimento econômico visando o aumento dos investimentos ao invés do emprego é totalmente equivocado. Isto porque o aumento dos investimentos mal financiados e mal planejados podem prejudicar o nível de emprego, estabilidade dos preços, consumo e o crescimento econômico (MINSKY, 2013). Quanto mais uma economia permite, em tempos de euforia, investimentos mal financiados e planejados, maior é a possibilidade de frustração dos investidores quanto aos seus rendimentos futuros e consequentemente, mais suscetíveis à crise é uma economia.

Deste modo, uma boa política de estabilização econômica deve propor não somente manter os lucros, mas também deve estar voltada para o pleno emprego. Para Minsky (2013), o grande desafio dos governos é desenvolver uma política que vise assegurar pleno emprego sem causar inflação. Para isso, seu principal instrumento deve estar direcionado para a criação de uma demanda de trabalho infinitamente elástica com um salário mínimo definido independentemente das condições econômicas e das expectativas de lucro no curto ou no longo prazo presente em um país. Minsky propõe que tal demanda deve ser criada pelo governo, uma vez que somente ele tem condições de separar a oferta de emprego da lucratividade.

Uma estratégia de pleno emprego deve estar voltada também para envolver a população mais jovem, adultos e idosos que queiram se manter no mercado de trabalho, através de programas de emprego que ofereçam oportunidade profissionalizante.

Logo, as políticas do governo devem estar direcionadas para salvar a produtividade da economia através do incentivo da demanda efetiva e dos investimentos. Segundo Assis (2008), o que preserva a demanda em uma economia é exatamente o emprego.

E aqui convergimos para a tese fundamental que venho expondo: a salvação do capitalismo real da crise provocada pelo capitalismo financeirizado são, mais uma

vez, políticas de pleno emprego, protegidas, obviamente, pelo controle do movimento de capitais. (ASSIS, 2008, p. 56)

Além de promover uma política orientada para resguardar o emprego, o governo também deve proteger os aumentos dos salários. Há uma grande necessidade que o crescimento da produtividade esteja atrelado ao crescimento da remuneração da força de trabalho. Segundo Palley (2010), é imprescindível que os salários se tornem novamente a força motriz do crescimento da demanda. Para isso, a política econômica deve estar direcionada a favor da obtenção do pleno emprego, uma vez que este garante um maior poder de barganha para os trabalhadores, proporcionando assim, a possibilidade do aumento dos salários e por consequência, acaba por elevar os gastos, a produtividade e os investimentos.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A discussão dessa monografia iniciou com uma revisão teórica das principais doutrinas econômicas em especial a Neoclássica, Keynesiana e Pós-Keynesiana. Percebeu-se que a teoria neoclássica tem pouco a dizer sobre o surgimento das crises econômicas, uma vez que para essa escola a economia funciona em completa harmonia, onde os mercados são plenamente capazes de se autorregular e são totalmente eficientes, visto que os indivíduos são seres racionais e alocam os recursos escassos da melhor maneira possível. Para essa teoria, a intervenção do Estado na economia distorce as previsões futuras dos agentes econômicos, prejudicando assim, os investimentos e o desenvolvimento econômico. A desregulamentação financeira é vista como algo fundamental para o funcionamento do mercado, uma vez que não deve haver nenhum empecilho que atrapalhe os negócios na economia.

Para Keynes, o sistema capitalismo é inerentemente instável, sendo uma condição natural do seu desenvolvimento. A incerteza e o pessimismo dos agentes quanto à eficiência marginal do capital é um fator preponderante na formação de uma crise financeira. Quando seus rendimentos futuros não são confirmados, a economia de um país declina fortemente, desencadeando quedas nos níveis de produção, do emprego e da renda. Além disso, a incerteza eleva a preferência pela liquidez piorando ainda mais a situação das instituições que dependem do capital para manterem seus investimentos. Para Keynes, a intervenção do Estado na economia em tempos de incerteza é fundamental para recuperar a confiança dos agentes econômicos. Através do aumento dos seus gastos fiscais, o governo consegue estimular a demanda e manter o nível de emprego na economia.

Pós-keynesianos como Minsky, o Estado de confiança dos agentes na economia também é fundamental para se entender o funcionamento do mercado. Para esse autor, a instabilidade surge quando um período tranquilo de crescimento se transforma em uma expansão desenfreada que permite o aumento do grau de especulação no mercado e a passagem de estruturas financeira do tipo *hedge* para do tipo *ponzi* e especulativa, isto é “a estabilidade leva a instabilidade”. Isso ocorre porque as instituições financeiras, emanadas pelo estado de confiança, passam a expandir a concessão crédito, reinventando novas formas de moeda. As instituições financeiras e as empresas também se deslumbram pela facilidade conferida na concessão de crédito e passam aumentar seu grau de endividamento, incorrendo ao financiamento do tipo *ponzi* e especulativo. Para Minsky, quando o financiamento do tipo

ponzi e especulativo se sobrepõem ao financiamento do tipo *Hedge*, a instabilidade na economia aparece, aumentando assim, a possibilidade de ocorrência de crises financeiras.

Vimos que a crise financeira de 2008 ocorreu devido a uma desestruturação nos mercados norte-americano que permitiram a passagem de estrutura financeira do tipo hedge para o predomínio de estruturas do tipo ponzi e especulativa, exatamente como Minsky demonstrou em sua teoria. O governo influenciado pelo ideário neoliberal permitiu que a desregulamentação e a liberalização financeira tomasse conta das economias a partir dos anos 1980, uma vez que o arcabouço teórico desta doutrina pregava que os mercados são totalmente eficientes não havendo a necessidade de intervenção do Estado. Porém, com a chegada crise essa teoria se mostrou falha. A desregulamentação e liberalização financeira foram os principais fatores que levaram ao surgimento do colapso da economia norte-americana. Os bancos e instituições que possuíam uma regulamentação restringida passaram a reinventar novos instrumentos financeiros para ampliar suas concessão de crédito e suas operações financeiras através dos instrumentos de derivativos de crédito, securitização e do *subprime*. As estruturas financeiras formadas antes do estouro da bolha imobiliária foram extremamente arriscadas porque estavam baseadas no aumento da confiança dos bancos e não bancos. Cálculos matemáticos foram utilizados como forma de prever se um cliente era ou não propenso a dar calote, mostrando o grau de incoerência e liberdade dos bancos.

O aumento da taxa de juros a partir dezembro de 2004, somado à estagnação dos preços dos imóveis a partir de 2006, desencadeou uma onda de inadimplência pela economia. Muitas famílias que tinham alimentado sua dívida através da rolagem de novas dívidas diante deste cenário não tinham condições de quitar com suas obrigações. Muitas perceberam que o valor da dívida superava o valor dos imóveis, o que significava, não haver sentido pagar a dívida para ficar com os imóveis. Com isso, bancos que haviam financiado as hipotecas também se tornaram inadimplentes, uma vez que esses também tinham obrigações a pagar. Como as bancos e os não bancos haviam espalhados os derivativos de crédito e os títulos securitização pelo sistema, uma onda de inadimplência se formou e tomou conta da economia, fazendo com a iliquidez passasse a fazer parte do quadro econômico.

A quebra do Lehman Brother devido à recusa do FED em atuar como emprestador de última instância tornou-se no episódio ápice da crise. A partir da falência deste grande banco de investimento, a crise tomou outras proporções. O Estado de pessimismo tomou conta da

economia e provocou sua disseminação para as economias internacionais. A recessão começou a fazer parte do quadro econômico de vários países, inclusive do Brasil.

Logo após a falência do Lehman Brother, o governo americano passou a utilizar políticas keynesianas para conter a crise financeira. Medidas como redução da taxa de juros, injeção de liquidez e redução dos impostos foram colocadas em práticas. Porém, segundo Keynes, antes de tomar qualquer atitude, o governo deve recuperar a confiança dos investidores e isso não foi colocado em prática na economia norte-americana. Mesmo reduzindo a taxa de juros como uma tentativa de diminuir o *spread* entre títulos do governo e a taxa interbancária em Libor, esse *spread* ainda permaneceu relativamente alto justamente devido à incerteza instalada na economia.

Ao analisar o colapso de 2008, percebe-se que a teoria keynesiana consegue explicá-la destes dos fatores iniciais que propiciaram seu surgimento e até mesmo o que levaram ao seu degradante fim. A partir de uma análise dos ciclos econômicos keynesiana percebeu-se que a crise de 2008 perpassou por todas as etapas descritas por esta teoria, desde o momento de euforia, endividamento, queda no rendimento futuro, incerteza, pessimismo e recessão.

Para os Keynesianos, a falta de regulamentação do mercado fornece plenas condições para o surgimento de crises. As instituições bancárias e não bancárias têm como objetivo principal maximizar seus lucros não importando se suas estruturas financeiras são ou não instáveis. Minsky demonstra que a liberdade conferida aos mercados acaba por gerar mecanismos que levam ao surgimento de novos instrumentos financeiros capazes de ampliar a quantidade de moeda na economia, e assim a capacidade de expansão do crédito. Isso resulta em um aumento da proporção do financiamento do tipo ponzi e especulativo provocando uma maior instabilidade e fragilidade do sistema financeiro. Para isso, ele defende uma maior atuação dos bancos centrais como reguladores e fiscalizados das instituições privadas e uma maior atuação do Estado que deve ser capaz de regular e controlar as práticas financeiras realizadas no mercado. Além disso, esse autor defende reformas institucionais e estruturais que sejam capazes de interromper tendências que geram instabilidade.

Os pós-keynesianos atuais recomendam que os países devam solidificar suas agências regulatórias para restringir a atuação das inovações financeiras como finalidade especulativa. Além disso, os bancos centrais devem impor limites às instituições no uso dos instrumentos de derivativos e securitização.

Já Keynes defende que quando um país passa por momentos de dificuldades financeiras, o governo deve intervir primeiramente no intuito de recuperar a confiança dos investidores, uma vez que a expectativa dos agentes quando seus rendimentos futuros é a força motriz do crescimento econômico. Para isso, o Estado deve intervir por meio do aumento dos déficits públicos, diminuição da carga tributária e promover uma nova redistribuição de renda para estimular o consumo. Após recuperação da confiança, o governo deve estimular o retorno dos investimentos e a demanda através de uma redução na taxa de juros.

Minsky também defende que a intervenção do Estado grande por meio dos déficits fiscais é fundamental para recuperar a confiança dos participantes do mercado, estimular a demanda e os investimentos e sustentar ou até aumentar os lucros dos empresários quando a economia passa por momentos de crise, visto que através do aumento da dívida pública o governo consegue reativar a economia, retomando seu crescimento. Além disso, Minsky defende a atuação do prestador de última instância como um mecanismo para manter a estabilidade dos preços dos ativos e no mercado financeiro. Isto só é possível, visto que o banco central pode atuar comprando ou recebendo como garantia ativos considerados inseguros e poucos comercializáveis mantendo assim, a estabilidade e a liquidez das instituições e da economia. Os keynesianos atuais ainda defendem a criação de uma espécie de organização a *Internacional Market Maker* sendo sua função principal manter a liquidez mundial

Além disso, os keynesianos ainda defendem que o crescimento econômico deve estar voltado para manter ou aumentar os níveis de emprego na economia e não somente visando o crescimento dos lucros. Para tanto, Minsky argumenta que somente o governo teria condições de criar uma demanda de trabalho infinitamente elástica com o salário mínimo definido independentemente das condições da economia e das expectativas de lucro no curto ou no longo prazo, uma vez que o Estado consegue separar a oferta de emprego da lucratividade.

Percebe-se que tais medidas preconizadas pelos Keynesianos são totalmente diferentes daquelas estabelecidas na economia após os anos 1980. Esses defendem a intervenção do Estado, uma maior regulamentação financeira, a atuação do prestador de última instância e o crescimento da economia visando manter os níveis de emprego, medidas essas que se colocadas em práticas minimizariam a fragilidade e a instabilidade na economia.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, Júlio Gomes de. **Como o Brasil superou a crise**. In Associação Keynesiana Brasileira, Dossiê da Crise II, agosto, 2010. p. 57-62
- ARESTIS, Philip. **A tragédia grega e a crise da zona do Euro**. In Associação Keynesiana Brasileira, Dossiê da Crise II, agosto, 2010. p. 36-39
- ARIENTE, Patrícia Fonseca Ferreira; INACIO, Jenypher Marcela. **A instabilidade, desregulamentação financeira e a crise do sistema financeiro atual**. Caderno Cedec, n 90 (edição especial Cedec/ INCT-INEU), nov. 2010.
- ASSIS, José Carlos de Assis. **A superação da Crise pelo Pleno Emprego**. In: Associação Brasileira Keynesiana. Dossiê da crise, 2008. p. 52-57
- BAHRY, Thaiza Regina; GABRIEL, Luciano Ferreira. **A hipótese da instabilidade financeira e suas implicações para a ocorrência de ciclos econômicos**. R. Econ. contemp., Rio de Janeiro, v. 14, n. 1, p. 27-60, jan./abr. 2010. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rec/v14n1/a03v14n1.pdf>> Acesso em 21 set. 2015.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual**. Brasília (DF): BCB, 2009. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2009/rel2009p.pdf>> Acesso em: 17. nov. 2015.
- BASILIO, Flávio. **Neoclássicos versus Keynesianos e a Crise**. Valor econômico, São Paulo, 26 dez. 2008. Opinião, p.A6.
- BLANCHAD, Olivier. **Macroeconomia**. 5. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2011.
- BRESSER, Luiz Carlos Pereira. **A crise financeira global e depois: um novo capitalismo?**. Novos Estudos CEBRAP, v. 86, pp.51-72, março 2010.
- BRESSER, Luiz Carlos Pereira. **Acumulação de capital, lucros e juros**. Texto para Discussão n.º.4, fevereiro 1991. Disponível em: <<http://www.bresserpereira.org.br/papers/1974/74-93AcumCapitalLucrosJuros.pdf>> Acesso em 21 set. 2015.
- BRESSER, Luiz Carlos Pereira. **Crise e recuperação da confiança**. Revista de Economia Política, vol. 29, n.º 1 (113), pp. 133-149, janeiro-março/2009. Disponível em:<http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S010131572009000100008&script=sci_arttext>. Acesso em: 15 jul.2015.
- BRESSER, Luiz Carlos Pereira. **Da Macroeconomia clássica à Keynesiana**. São Paulo, abril de 1968. Disponível em: <<http://www.bresserpereira.org.br/papers/1968/68-98DaMacroclassicaAKeynesiana.apostila.pdf>> Acesso em 21 set. 2015.
- CAGNIN, R. F. **Inovações Financeiras e Institucionais do Sistema Financeiro Residencial Americano**. Revista de Economia Política, v. 29; julho-setembro, 2009.

CARNEIRO, Vinicius de Jesus: **O homem econômico**: uma crítica ao pressuposto da racionalidade na teoria clássica. 2004. 49 f. Trabalho de conclusão (Graduação em Economia), Universidade Estadual de Campinas, campina, 2004.

CARNELOS, Marcos Ricardo. **Derivativos de Créditos**. Aplicação para o Mercado Brasileiro. 2007. 88 f. Dissertação (Mestrado em Economia Política). Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2007.

CARVALHO, André Cutrim; CARVALHO, David Ferreira. **As críticas de Karl Marx e Jonh Maynard Keynes a teoria (neo)clássica**. Revista de Economia Mackenzie, São Paulo, v. 11, n. 2, p. 46-71, MAIO./AGO. 2013.

CARVALHO, F. C. **Entendendo a Recente Crise Financeira Global**. In Associação Keynesiana Brasileira, Dossiê da Crise, novembro, 2008. p. 16-22.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. **A crise econômica internacional em 2010**: Uma avaliação a mio do caminho. In Associação Keynesiana Brasileira, Dossiê da Crise II, agosto, 2010. p. 13-15.

CERVO, Amado Luiz; BERVIAM, Pedro Alcino; SILVA, Roberto da. **Metodologia Científica**. 6 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

CINTRA, M. & FARHI, M. **A Crise Financeira e o Global Shadow Banking System**. Novos Estudos CEBRAP, São Paulo, v 82, p. 35-55, novembro, 2008.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo; CAGNIN, Rafael Fagundes. **Efeito Riqueza e Efeito Pobreza**. In: Associação Brasileira Keynesiana. Dossiê da crise, 2008. p. 42-44.

DIAS, Maria Pereira de Lourdes. **Formação de preços em Jevons, Menger e Walras**. Revista Textos de Economia, Florianópolis, v. 5, n. p. 121-130, 1994. Disponível em <<https://periodicos.ufsc.br/index.php/economia/article/viewFile/6634/6115>> Acesso em 21 set. 2015.

DYMSKI, Gary A. **Quatro crises do sistema mundial e o futuro do “Novo Brasil”**. In Associação Keynesiana Brasileira, Dossiê da Crise II, agosto, 2010. p.20-25.

EDUARDO, Carlos Carvalho; GIULIANO, Contento de Oliveira; TEPASSE, Ângela Cristina. **A relevância da atuação dos bancos Públicos Federais Brasileiros diante dos Impactos da crise financeira internacional**. In Associação Keynesiana Brasileira, Dossiê da Crise II, agosto, 2010. p. 64-70.

FARHI, M. & CINTRA, M. **A Arquitetura do Sistema Financeiro Internacional Contemporâneo**. Revista de Economia Política, v. 29, nº 3 (115), p. 274-294, julho-setembro, 2009.

FARHI, M. **O Futuro no Presente**: Um Estudo dos Mercados de Derivativos Financeiros. 1998. 289 f. Tese (Doutorado em Economia). Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas. 1998.

FARHI, Maryse. **Double Dip**: A recuperação econômica em questão. In Associação Keynesiana Brasileira, Dossiê da Crise II, agosto, 2010. p.16-19.

FERRARI, Fernando Filho; Paula, Luiz Fernando de. **A crise das finanças desregulamentadas: o que fazer?** In: Associação Brasileira Keynesiana. Dossiê da crise, 2008. p.46-48.

FERRARI, Fernando Filho; Paula, Luiz Fernando de. **Uma proposição de política cambial para a economia brasileira.** In: Associação Brasileira Keynesiana. Dossiê da crise II, 2010. p.87-91.

FERRAZ, Fernando Cardoso. **Crise financeira global: impactos na economia brasileira, política econômica e resultados.** 2010. 97f. Dissertação (Mestrado em Economia)-Universidade Federal Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013.

FERREIRA, David Carvalho. **A crise financeira nos EUA e suas prováveis recuperações na economia global e na América Latina: uma abordagem pós-minskyana.** In: III encontro da Associação Keynesiana Brasileira, agosto de 2010.

FONSECA, Pedro Cezar Dutra Fonseca. **Clássicos, Neoclássicos e Keynesianos: uma tentativa de sistematização.** Perspectiva econômica, ano XVI, Porto Alegre, vol. 11, p.35-64, 1981.

GERHARDT, Tatiana Engel; SILVEIRA, Denise Tolfo. **Métodos de Pesquisa.** Coordenado pela Universidade Aberta do Brasil – UAB/UFRGS e pelo Curso de Graduação Tecnológica – Planejamento e Gestão para o Desenvolvimento Rural da SEAD/UFRGS. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2009.

GUTTMANN, R.; PLIHON, D. **O endividamento do consumidor no cerne do capitalismo conduzido pelas finanças.** Economia e Sociedade, Campinas, v. 17, Número especial, p. 575-611, dez. 2008.

HUNT, E.K. **História do pensamento econômico: Uma perspectiva crítica.** 2.ed. Rio de Janeiro, Elsevier, 2005.

INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **A crise internacional e a economia brasileira: o efeito-contágio sobre as contas externas e o mercado de crédito em 2008.** São Paulo: iedi abril de 2009. Disponível em <http://www.iedi.org.br/admin_ori/pdf/20090407_crise.pdf> Acesso: 17. de nov.2015.

KEYNES, John Maynard. **Teoria geral do emprego, juros e da moeda.** Tradução de Mário R. da Cruz. São Paulo: Editora Nova Cultura, 1996. (Coleção os economistas).

KINDLEBERGER, Charles P. **Manias, pânico e crashes.** Um histórico das crises financeiras. 2ª impressão. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2000.

KRUGMAN, Paul R. **A crise de 2008 e a economia da depressão.** Tradução de Afonso Celso Da Cunha Serra. 4. ed. Rio de Janeiro, RJ: Elsevier, 2009.

LIMA, Diego Biangolino Teixeira; Mathias, João F.Cury Marinho. **Uma interpretação da crise de subprime segundo a abordagem de Hyman Minsky.** In: II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, Porto Alegre, 2009.

LIMA, Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua. **Instabilidade e Criatividade nos Mercados Financeiros Internacionais**: Condições de Inserção dos Países do Grupo da América Latina. 1995. 271 f. Dissertação (Mestrado em economia)- Instituto de economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1995.

MATTEI, Lauro. **Evolução do pensamento econômico**. Florianópolis. Departamento de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina, UFSC, 2011.

MENDONÇA, Ana Rosa de; DEOS, Simone. **O papel dos Bancos Públicos e a Experiência Brasileira Recente**. In: Associação Brasileira Keynesiana. Dossiê da crise II, 2010. p.63.

MINSKY, Hyman p. **Estabilizando uma economia instável**. Tradução de José Maria Alves da Silva. 2. ed. São Paulo: Novo Século, 2013.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. **Crise e deflação de Ativos: por quê?** . In Associação Keynesiana Brasileira, Dossiê da Crise, novembro, 2008. p. 8-11.

OCIO, Domingo Zurrón. **A Economia como Ciência**: Dos clássicos a Keynes. Núcleo de Pesquisas e Publicações. EAESP/FGV/NPP. Relatório de Pesquisa nº 8, 2000. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/3152/Rel08-2000.pdf?sequence=1&isAllowed=y>> Acesso em 21 set. 2009

OREIRO, José Luis. **A crise na Europa e os dilemas da Espanha**. In Associação Keynesiana Brasileira, Dossiê da Crise II, agosto, 2010. p.43-47.

OREIRO, Luís da Costa; BASILIO, Augusto C. **A crise financeira brasileira**: Uma análise a partir do conceito de fragilidade financeira a la Minsky. In Associação Keynesiana Brasileira, Dossiê da Crise, novembro, 2008.

OREIRO, José Luís. **Bolhas, Incerteza e Fragilidade financeira**: uma abordagem pós-keynesiana. Revista. Econ. Contemporânea, Rio de Janeiro, 5(2): 7-45, jul./dez. 2001.

PALLEY, Thomas L. **A exaustão do paradigma de crescimento da economia americana**. In: Associação Brasileira Keynesiana. Dossiê da crise II, 2010. p. 8-12.

PAULA, Luiz Fernando de. **Preferência pela liquidez e a natureza da “crise” brasileira**. In Associação Keynesiana Brasileira, Dossiê da Crise, novembro, 2008. p. 64-68.

PAULO, Gala. **Evolução Recente do Câmbio no Brasil: Momento Minsky**. In Associação Keynesiana Brasileira, Dossiê da Crise, novembro, 2008. p.69-71.

POMBAL, Claudia Simone Azevedo. **Derivativos, Alavancagem e a crise de 2008**. 2010. 95f. Dissertação (Mestrado em Administração)- Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2010.

PRATES, Daniela Magalhaes et al. **A crise e os Desafios para a Nova Arquitetura Financeira Internacional**. In Associação Keynesiana Brasileira, Dossiê da Crise, novembro, 2008. p. 23-28.

PREBISCH, Raúl. **Keynes: Uma introdução**. 1.ed. São Paulo: Brasiliense, 1998.

REBELO, André Marques. Jevons: Um dos Artífices da Revolução Marginalista. In___ JEVONS, W. Stanley. **A teoria da economia politica**. Tradução de Cláudia Laversveiler de Moraes. São Paulo, Nova Cultural, 1996.

ROUBINI, Nouriel; MIHM, Stephen. **A economia das crises**: Um curso-relâmpago sobre o futuro do sistema financeiro internacional. Tradução de Carlos Araújo. Rio de Janeiro, RJ: Intrínseca, 2010.

SOUZA, Leonardo Flauzino de. **A crise financeira de 2008**: Uma interpretação Heterodoxa. 2012. 66 f. Dissertação (Mestrado em Economia)-Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, 2012. Disponível em: <http://www.bibliotecadigital.unicamp.br/document/?code=000857187>. Acesso em 21. Jun.2015

SOUZA, Nali de Jesus de. **Uma introdução à história do pensamento econômico**. Relatório Pesquisa da área de História Econômica, NEP PUCRS, [2000?]. Disponível em: < http://www.nalijsouza.web.br.com/introd_hpe.pdf> Acesso em 21 set 2015.

TERRA, Fábio Henriques; SILVA, Guilherme Jonas Costas da. **Prevenir é Melhor que Remediar**: Alternativas de Políticas Econômicas Keynesianas para a Prevenção de Crises Financeiras. In Associação Keynesiana Brasileira, Dossiê da Crise II, agosto, 2010. p. 83-87.

TORRE FILHO, Ernani Teixeira. **Entendendo a crise do Suprime**. Visão do Desenvolvimento, BNDES, No. 44, janeiro,2008.