

DESREGULAÇÃO, INOVAÇÕES FINANCEIRAS E ESPECULAÇÃO: A ORIGEM DA CRISE GLOBAL RECENTE

Ana Raquel Mechlin Prado*
Daniel Francisco Nagao Menezes^{2**}

RESUMO: A crise global recente colocou em ‘xeque’ os preceitos defendidos pelas correntes ortodoxas. Este artigo tem como objetivo discutir as explicações alternativas ao *mainstream* sobre a origem da crise sistêmica, com base em dois autores, John Maynard Keynes e Hyman Minsky. De acordo com essa abordagem, a instabilidade financeira e a incerteza são inerentes a uma economia monetária sofisticada, já que os agentes adotam posturas especulativas em busca de maiores lucros. Às causas da crise atual somam-se ainda a desregulamentação do mercado, preconizada pelo paradigma neoliberal, e as inovações financeiras. Diante da falha dos mecanismos insuficientes de controles ortodoxos, torna-se evidente uma forte intervenção do Estado na economia, com políticas reguladoras e fundamentadas numa perspectiva keynesiana.

Palavras-chave: crise financeira; perspectiva keynesiana; Estado.

1. INTRODUÇÃO

A crise financeira e econômica global, iniciada em 2007, reacendeu o debate entre as correntes ortodoxas e desenvolvimentistas. A crise colocou em “xeque” a corrente de economistas ortodoxos, preocupados em reiterar o triunfo do neoliberalismo, caracterizado, entre outros aspectos, pela abertura comercial e pela desregulamentação financeira, com “mínima” intervenção do Estado, na economia dos países adeptos.

As explicações neoliberais³ se mostram pouco adequadas tanto para se chegar às causas reais, quanto às soluções que devem ser colocadas em prática para atenuar os seus impactos e prevenir o mundo de novas crises de grandes proporções. A ortodoxia parece relutante em admitir que as características da economia por ela defendidas foram as grandes responsáveis pelo colapso financeiro e seus desdobramentos.

Diante dessa relutância da corrente econômica dominante, ressurgem as ideias de John Maynard Keynes, que pareciam esquecidas após a recuperação mundial da primeira Grande Depressão, na década de 1930, bem como do economista pós-keynesiano Hyman Minsky, que sustentava, por meio de sua “hipótese da instabilidade financeira”, que as crises financeiras teriam suas raízes nos momentos de prosperidade.

Adotando-se como ponto de partida os dois autores destacados acima, pretende-se, neste artigo, destacar as causas principais da crise global recente e discutir a necessidade de regulações no sistema financeiro mundial e nos fluxos de capitais, à luz do que defendia Keynes.

2. KEYNES: A NÃO NEUTRALIDADE DA MOEDA, ESPECULAÇÃO E INCERTEZA

De acordo com Vitória Chick (1983), Keynes aborda, em sua obra: Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda (1936), uma economia capitalista industrial, cujo sistema financeiro sofisticado é capaz de “*preencher a lacuna*

* Universidade Presbiteriana Mackenzie

** Daniel Francisco Nagao Menezes/ Universidade Presbiteriana Mackenzie

¹ Correntes neoliberais mais radicais apontam como causa da crise o “estouro” da bolha imobiliária nos Estados Unidos, o qual acreditam que tenha sido motivado pelas falhas na execução da política monetária de juros baixos, bem como pela intervenção governamental no mercado imobiliário que elevou os preços dos imóveis e encorajou sua aquisição a preços acima da capacidade de pagamento dos agentes econômicos. Portanto, de acordo com essa explicação, a crise financeira seria consequência do “excesso de governo na economia”. Correntes neoliberais mais moderadas, por sua vez, veem a crise como um fenômeno puramente financeiro, originada das “falhas de mercado”, isto é, da inadequação da regulação financeira, os reguladores permitiam que bancos assumissem riscos excessivos e que incitavam uma busca agressiva de expansão de crédito, sem preocupação se a concessão de empréstimos era destinada a maus pagadores. Desse modo, a regulação inadequada conduzia à alocação ineficiente dos recursos no mercado financeiro (FRENKEL, 2012).

entre a posse do capital por uns poucos e a necessidade de uma ampla fonte de fundos para financiar essa posse" (CHICK, 1983, p. 04).

A sociedade em que vivemos, segundo Keynes, pertence a uma economia empresarial, em que a produção é realizada por produtores privados independentes e destinada ao intercâmbio no mercado (POSSAS, 1987). Conforme Carvalho (2005), nessa economia capitalista moderna, as decisões de investimento e produção estão intimamente relacionadas à busca pelo lucro, isto é, à obtenção de um montante maior de dinheiro ao final do processo produtivo, em relação à aplicação inicial. Para Keynes (1933b, p. 10):

O empresário não está interessado no montante do produto, mas no montante de moeda que virá a ser a sua parcela. Ele aumentará o seu produto se, ao fazê-lo, espera aumentar o seu lucro monetário, mesmo que este lucro represente uma quantidade de produto menor do que antes.

Fazendo alusão a Karl Marx, Keynes salienta que, numa economia empresarial, surge o seguinte circuito D-M-D', ou seja: utiliza-se dinheiro para comprar mercadorias, com o objetivo de se obter mais dinheiro. Este, em outras palavras, é o objetivo das firmas, as quais, muito mais do que as famílias, têm facilidade de acesso ao crédito, fornecido pelos bancos e, portanto, têm maior disponibilidade financeira para controlar os meios de produção e realizar aplicações (CARVALHO, 1992). As empresas têm que decidir suas escalas produtivas, de acordo com as expectativas de demanda, o que implica que a produção, cujos fatores são remunerados pela moeda, inevitavelmente, é especulativa.

Assim, numa economia monetária de produção, em que a moeda é usada nas trocas entre os agentes, grande parte das decisões é tomada sob incerteza, o que leva ao desenvolvimento de instituições que atenuam, ou mesmo, socializam os riscos. Conforme assinala Carvalho (2005), o surgimento de contratos futuros em moeda é importante, porque permite que os empresários controlem custos durante os períodos de produção e reduzam as incertezas em relação à demanda.

Entretanto, nem todos os fluxos de bens podem ser definidos em contratos futuros, o que faz com que a incerteza não seja completamente eliminada e nos leva à rejeição do axioma de ergodicidade, preconizado pelos economistas ortodoxos e que defende que as informações passadas e presentes coletadas, via sistemas de preços, fornecem dados confiáveis e úteis para prever o futuro econômico (DAVIDSON, 1984). Segundo esse axioma, os agentes teriam conhecimento perfeito de uma realidade econômica programada e imutável, e não haveria incerteza, o que não condiz com o mundo real, caracterizado pela irreversibilidade no tempo e pela não estacionariedade.

Keynes, ao desenvolver uma teoria monetária de produção, abordou uma economia em que a moeda não só desempenha a função de meio de pagamento, como também afeta os motivos e as decisões dos agentes. Nesse sentido, a moeda, além de um meio de circulação, é um ativo, uma forma de conservação de riqueza, cuja função essencial é servir de garantia frente à incerteza (reserva de valor), dado seu prêmio de liquidez.

Dessa forma, parte da renda gerada na produção pode ser usada para reter moeda, ao invés de ser convertida em demanda efetiva, já que, de acordo com CARVALHO (2005), outros ativos podem oferecer riscos superiores à moeda, uma vez que são menos líquidos do que ela. A taxa de juros, segundo a abordagem keynesiana, mede, exatamente, o custo de oportunidade da moeda, o valor de sua liquidez relativa. Logo, a moeda é uma forma de esperar e especular em relação a valores de ativos (CARVALHO, 1992).

Portanto, conforme REZENDE *et al* (2012), as finanças não são somente guiadas para a produção, mas, sobretudo, para operações orientadas à antecipação das variações de expectativas de mercado, com o intuito de obter ganhos de capital (especulativos, e que Marx descrevia pelo circuito: D-D'), e não, de renda derivada de investimentos de Longo Prazo.

De acordo com Keynes (1933a), expansões e depressões são fenômenos típicos dessa economia em que a moeda não é neutra, ou seja, em que a decisão dos bancos de conceder crédito e as expectativas e decisões dos demais

agentes quanto à preferência pela liquidez impactam, permanentemente, sobre o Produto. Logo, os lados monetário e real de uma economia estão intimamente relacionados.

A incerteza, mencionada anteriormente, a qual é inerente às expectativas de longo prazo dos agentes (quanto a investirem ou não), leva-os a um comportamento médio frente às previsões, como o expresso nos mercados financeiros, uma vez que se espera que o “estado das coisas” assim permaneça, até que ocorra uma mudança. Porém, a incerteza dos agentes em relação ao futuro leva à formação de divergentes expectativas e à tomada de decisões nos mercados financeiros.

Para Keynes (1936), a especulação caracteriza-se, assim, como a atividade de antecipar a psicologia de mercado. A euforia tenderia a acompanhar e ampliar um boom; em contrapartida, o pessimismo tenderia a suceder as crises e a reforçar a depressão (POSSAS, 1987). Keynes comparou os mercados financeiros:

àquelas competições de jornais em que os concorrentes devem escolher os seis rostos mais bonitos entre centenas de fotógrafos, concedendo-se o prêmio àquele cuja escolha mais se aproximar da preferência média de todos os concorrentes; assim, cada concorrente deve escolher não os rostos que considere mais bonitos, mas aqueles que, na opinião dele, tiverem maior probabilidade de atrair a preferência de outros concorrentes. (KEYNES, 1936 *Apud* KRUGMAN, 2012, p. 88).

O sucesso da teoria de Keynes ocorre devia a inversão que este promove na relação de causalidade, que, segundo Pedro Dutra Fonseca (2010, p. 155): “é o fluxo de gastos que gera a renda, de modo que é a demanda a responsável pelo aumento da produção.”

Todavia, o “estado das coisas” pode sofrer fortes alterações e leva, conseqüentemente, a mudanças no nível dos investimentos, o que conduz às flutuações econômicas. Para Keynes (1936), se, por um lado, o desenvolvimento dos mercados financeiros organizados facilitou o investimento; por outro, “trouxe à tona” a possibilidade de agravamento da instabilidade do sistema. Acreditava que, pelo fato de os especuladores “agirem” conforme os demais, torna-se arriscado deixar a economia de um país a “mercê” desses mercados: “(...) Quando o desenvolvimento das atividades de um país torna-se o subproduto das atividades de um cassino, o trabalho provavelmente será mal feito” (Keynes, 1936, p. 115)

3. AS ORIGENS DAS CRISES: O MODELO DE MINSKY

Hyman Minsky⁴ segue uma perspectiva keynesiana, ao destacar o comportamento estruturalmente instável de uma economia monetária, sujeita a momentos de pessimismo e de euforia, devido à incerteza que cerca o ambiente no qual os agentes são obrigados a tomar suas decisões. Portanto, defende o que Keynes reiterou em sua análise: “que a acumulação de riqueza adquire uma natureza essencialmente instável” (COLISTETE, 1989, p. 109).

Assim como Keynes, as ideias de Minsky, particularmente a “hipótese da instabilidade financeira”, vieram “à tona” para explicar os processos que poderiam ter originado a crise financeira recente (KRUGMAN, 2012).

De acordo com o modelo de Minsky, as crises financeiras são precedidas por momentos de *boom* (expansão) e de estabilidade, visto que, nessa fase, os agentes estão mais otimistas e confiantes, o que reduz a percepção de risco

² Hyman Philio Minsky (1919-1996), economista norte-americano pós-keynesiano, foi um dos maiores estudiosos na área da teoria monetária e financeira da segunda metade do século XX. Desenvolveu, na Universidade de Washington, suas principais ideias a respeito de instabilidade financeira, sobretudo, da Grande Depressão e das crises financeiras sucessivas vivenciadas pelos Estados Unidos, nos anos de 1966, 1970 e 1973-1975 (LOURENÇO, 2006). De certa forma, os estudos de Minsky foram uma extensão das ideias de Keynes expostas na Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, de 1936, conforme será explicitado ao longo deste artigo.

e acarreta crescente alavancagem (endividamento em comparação com a renda e com os ativos). (FRENKEL, 2012; KRUGMAN, 2012).

Os devedores assumem maiores compromissos financeiros, e os credores tornam-se mais complacentes e críveis quanto à capacidade dos tomadores em pagarem suas dívidas, sendo menos rigorosos na concessão de empréstimos. Os preços dos ativos, sobretudo de imóveis, inflam, e o grau de alavancagem da economia como um todo se eleva, o que torna o mercado mais frágil e volátil. É preciso destacar que a alavancagem é um dos maiores responsáveis pela disseminação de choques locais para outros mercados; quanto maior for o seu grau, maior a especulação e o risco do sistema.

Basta a ocorrência de um episódio negativo para que se desencadeie o “momento Minsky”⁵, e os agentes tenham reversão em suas expectativas e passem, finalmente, a perceber o risco demasiado a que foram submetidos no período de expansão (KRUGMAN, 2012). Entretanto, o cenário de catástrofe já está latente e pode se revelar por meio de uma recessão; de um “estouro” da bolha imobiliária; da deflação dos ativos; da desalavancagem dos agentes altamente endividados, e assim por diante.

O pessimismo “ocupa o lugar” do otimismo, e inicia-se um período de *stress* no mercado financeiro, levando poupadores e intermediários a preferirem a liquidez. Os devedores veem-se obrigados a vender seus ativos, o que leva a uma onda deflacionária. Ademais, os bancos, diante da perda de confiança do sistema financeiro e do risco alto percebido de inadimplência, restringem o crédito e, conseqüentemente, dificultam ainda mais a rolagem da dívida pelos devedores. Os investimentos produtivos e o giro dos negócios se interrompem, provocando uma queda na produção real e na demanda da economia (MOLLO, 2011). Desse modo, a fragilidade financeira, na concepção de Minsky, conduz a uma crise sistêmica, a qual deve ser “quebrada” com a atuação do governo, por meio de medidas contracíclicas eficazes, que revertam o “momento Minsky”.

4. A ORIGEM DA CRISE FINANCEIRA GLOBAL RECENTE: UMA ANÁLISE BASEADA EM KEYNES E MINSKY

A crise financeira global, que se iniciou nos Estados Unidos e teve seu auge em 2008, tem sua explicação fundamentada nas abordagens destacadas anteriormente, neste artigo. Sua origem esteve relacionada ao período de estabilidade da economia e de excesso de confiança, em que posturas financeiras mais agressivas foram adotadas pelos agentes, o que ampliou a fragilidade do sistema que é, por natureza, instável e incerto, como salientavam Keynes e Minsky.

Belluzzo (2010), corroborando as ideias de Keynes e Minsky, salienta que:

Nos períodos de “normalidade”, as almas torturadas pela sede insaciável de riqueza flutuam no espaço entre os dois extremos fatais, o zênite da euforia compartilhada e o nadir do medo contagioso. Seu conforto momentâneo é sustentado por arranjos sociais e formas institucionais que compõem um determinado “estado de convenções”. Nesse ambiente cognitivo e psicológico, o presente parece confirmar o passado e indicar os critérios para o futuro. As crises irrompem no momento em que a cadeia de certezas está no auge. Nesse momento de agruras, torna-se evidente que a acumulação de bons resultados precipitou uma forte deterioração da percepção do risco e espicçou a ambição do conjunto dos investidores. Quando a maré sobe, não há prudência nem conselho capazes de resistir à liberação completa das forças da ambição. Estas se apresentam, aliás, como oniscientes e onipotentes, sólidas e inexpugnáveis. Até o momento em que se desmancham no ar.

Essas posturas especulativas em busca de maiores lucros foram acentuadas pela desregulamentação do mercado, preconizada pelo paradigma econômico neoliberal e pelas inovações financeiras, que não foram acompanhadas por novas e atualizadas políticas reguladoras que se fazem necessárias.

⁵ “Essa ocorrência também é conhecida como ‘momento Coiote’, sob inspiração dos desenhos animados do Papa-Léguas, cujo perseguidor Wile E. Coiote está sempre se lançando em precipícios, mas ficando suspenso no ar, durante algum tempo, até olhar para baixo – e só então despencar, de acordo com a física do desenho animado” (KRUGMAN, 2012, p. 43/44).

5. PARADIGMA NEOLIBERAL E A DESREGULAÇÃO ECONÔMICA

Se os mercados financeiros já são, por definição, voláteis, a adoção de medidas “sugeridas” pelo paradigma econômico neoliberal, sobretudo a partir dos anos 1980, juntamente com o acirramento da globalização, realçou ainda mais essa característica.

Dentre as ideias defendidas por essa corrente ortodoxa, salientam-se: o Estado mínimo na economia; a busca pela estabilidade de preços (acima de um comprometimento com o pleno emprego); fortalecimento das corporações; enfraquecimento da posição dos trabalhadores e liberação dos mercados financeiros (PALLEY, 2012). Dessa forma, acreditava-se que as forças do mercado global operariam livremente, e a “mão invisível” (expressão utilizada por Adam Smith) “criaria” taxas de câmbio, taxas de juros, preços e salários relativamente estáveis. Mas não foi o que se observou.

A desregulação financeira foi um estímulo para o aumento das operações especulativas, de curto prazo, em detrimento das de longo prazo, nos períodos de euforia e de confiança. Como exemplos, podem-se citar o *Monetary Control Act*, promulgado em 1980, e o *Garn-St. Germain Act*, em 1982. Enquanto o primeiro anulava uma norma que proibia os bancos de pagar juros sobre diversos tipos de depósitos; o segundo reduzia as restrições quanto às formas de empréstimos que poderiam ser concedidas por eles (KRUGMAN, 2012).

Como resultado dessa mudança no ambiente macroeconômico e institucional, ocorreu uma alteração na dinâmica concorrencial no setor bancário, o que fez com que os bancos ousassem em suas estratégias de angariar clientes e de aumentar seus lucros e oferecessem juros mais competitivos no mercado, mesmo que significasse conceder empréstimos para os “maus pagadores” (FARHI, PRATES, 2012; REZENDE *et al*, 2012). A liquidez do sistema aumentou, mas os seus riscos inerentes também. Conforme Krugman (2012), os problemas bancários que surgiram *a posteriori* levaram a atitudes que colaboraram ainda mais para a latente fragilidade do sistema: o aumento do financiamento entre os próprios bancos, levando ao aumento incontrolável de moeda escritural.

É possível afirmar que tanto a desregulação do mercado financeiro, quanto a conseqüente modificação na dinâmica competitiva entre os bancos levaram ao surgimento de inovações financeiras e do Sistema Bancário na Sombra, os quais contribuíram para a ampliação da liquidez dos mercados.

6. INOVAÇÕES FINANCEIRAS E O SISTEMA BANCÁRIO NA SOMBRA

Em 2005, Alan Greenspan defendeu que o aparato regulatório vigente e as tecnologias inovadoras estimularam o desenvolvimento de produtos financeiros essenciais para a dispersão do risco e para maior flexibilidade e eficiência do sistema financeiro (KRUGMAN, 2012). No entanto, essas mesmas inovações financeiras, que Greenspan ressaltou como fontes de estabilidade financeira, foram umas das maiores responsáveis pelo colapso que se seguiu depois.

Essas inovações podem ser divididas em três grandes grupos: securitização das dívidas⁶, derivativos de crédito⁷ e produtos estruturados (adicionam atrativos à emissão de derivativos e *securities*) (FARHI, PRATES, 2012). A securitização das dívidas surgiu como uma forma de fugir à regulamentação dos mercados, enquanto que os derivativos desenvolveram-se como instrumentos para lidar com a incerteza, ampliada pela ruptura do Acordo de *Bretton*

⁴ A partir dos anos 1970, os fluxos de crédito no sistema internacional não advêm tão somente de empréstimos bancários, mas também, notadamente, de lançamento de títulos de dívida negociáveis em mercados. Os bancos comerciais os emitem, porém podem assumir tanto a função de intermediários, como de compradores desses títulos. A vantagem desse produto é que o custo é menor para o emitente, e é possível, em pouco tempo, obter grande montante de dinheiro. Nos anos 1990, a emissão de *securities* passou a ser com garantias colaterais (como, por exemplo, a securitização de recebíveis, que remete à existência de créditos a receber originados de operações de financiamento, ou venda de determinados produtos ou serviços: veículos, imóveis, seguradores, etc.). (FARHI, 2012a). Ao longo do texto, será destacado o ABS.

⁵ Os derivativos são compromissos de compra e venda dos ativos, assumidos no presente, para liquidação numa data e num preço determinado (no presente) entre os agentes. Os derivativos de crédito são, majoritariamente, negociados em mercados de balcão, em que não há normas e especificações (“ninguém olha”, “ninguém mede”). As instituições criam os produtos sob medida para atender às necessidades dos usuários; porém, cobram o que querem. (FARHI, 2012b). No artigo, será abordado, especificamente, o CDS, que é o derivativo de crédito mais utilizado no mercado.

Woods, em 1971, que pôs fim à conversibilidade fixa de ouro em dólar, o que trouxe mais volatilidade às relações internacionais.

Dentre esses “novos” produtos financeiros, KRUGMAN (2012) destaca a venda do ABS (*asset backed securities* – títulos lastreados em ativos), que é “a capacidade dos bancos de vender pacotes de hipotecas e outros empréstimos a investidores mal informados”, ao invés de mantê-los em seus balanços patrimoniais. Como resultado, houve o estímulo à negligência e à imprudência dos bancos na concessão dos empréstimos, o que nos remete à redução da “percepção de risco” enfatizada por Minsky, nos períodos de otimismo.

Os “*credit default swaps*” (CDS), outro tipo de produto financeiro inovador, contribuíram para que os bancos mascarassem os riscos de seus investimentos porque outro agente os havia segurado contra perdas. Entretanto, com o *stress* do mercado financeiro, ficou claro que as seguradoras não tinham liquidez o suficiente para cumprir com seus compromissos, como foi o caso da seguradora AIG (KRUGMAN, 2012)

Essas inovações financeiras, portanto, fizeram com que os bancos reduzissem os riscos de crédito de seus balanços e, ao mesmo tempo, alavancassem suas operações, de forma praticamente ilimitada, sem seguir as regulamentações a que estavam submetidas (vigoravam os Acordos de Basileia⁶). Os bancos passavam a ser intermediários nessas operações, em troca de comissões.

Os riscos, segundo Farhi & Prates (2012), passaram a ser assumidos por outros agentes (não só seguradoras, mas também bancos de investimento, fundos de *private equity*, etc.), interessados em um retorno que parecia elevado no período anterior ao colapso financeiro. Esses agentes fazem parte do sistema bancário “paralelo”, conhecido como Sistema Bancário na Sombra (*Shadow Banking System*), o qual, em 2007, era maior do que o convencional, formado por bancos regulamentados. É preciso destacar que, embora o sistema paralelo impusesse o mesmo risco do convencional, não era submetido a uma regulação semelhante, fato que acentua a fragilidade financeira.

O sistema financeiro tornou-se ainda mais complexo, e as suas “novas” características promoveram a multiplicação e a dispersão dos riscos e dos prejuízos deles decorrentes para um conjunto de instituições financeiras. Uma crise de crédito clássica (em que as perdas, derivadas de empréstimos a ‘mau pagadores’, são, de certa forma, conhecidas) transformou-se em uma crise financeira sistêmica (FARHI, PRATES, 2012).

O cenário para o colapso financeiro estava “armado”. O sistema progressivamente desregulado permitia que as instituições financeiras ampliassem suas operações para atender às posturas meramente especulativas dos agentes, ávidos pela acumulação de capital. O predomínio da especulação deixou, num segundo plano, a verdadeira função de um sistema financeiro, que é auxiliar a promoção do crescimento e do desenvolvimento econômicos.

Se, nos períodos de prosperidade, é que nascem as crises: o alto grau de alavancagem, o aumento do volume de empréstimos “às cegas” (com o uso indiscriminado das inovações financeiras) e dos riscos envolvidos, resultantes do momento de *boom* econômico, foram ingredientes mais do que suficientes para fazer desencadear a crise financeira global (REZENDE *et al*, 2012).

A bolha habitacional dos anos Bush foi se esvaziando aos poucos e deflagrou o “momento Minsky”. Seguiram-se depois o cenário de pessimismo, sublinhado pela “hipótese de instabilidade financeira”, e a busca pela liquidez dos agentes. A desalavancagem foi realizada com a venda de ativos “bons” para pagar as perdas dos “ativos ruins”, o que acirrou o “efeito-contágio”. Instituições perderam com instrumentos financeiros lastreados em hipotecas, e a falência do Lehman Brothers foi o ápice da crise, o que provocou uma corrida bancária, notadamente, do sistema “paralelo”.

⁶ O Comitê de Basileia sobre Supervisão Bancária (BCSB) tem como intuito discutir as práticas de regulação e supervisão das atividades bancárias, em nível internacional. Antes da crise, foram realizados dois acordos. O Acordo de Basileia I foi definido em 1988, destacou mecanismos para medir os riscos de crédito e estabeleceu a exigência de capital pelos bancos para suportar esses riscos. O Acordo de Basileia II de 2004, por sua vez, focou na estabilidade financeira, mas, da mesma forma que o primeiro, não se atualizou para regular, de maneira satisfatória, as inovações. Determinou os riscos que deveriam ser cobertos pelo capital e que os bancos deveriam avaliar riscos de crédito com modelos internos (o que, inclusive, deu maior flexibilidade e aumentou a utilização desenfreada de inovações financeiras). (SOBREIRA; SILVA, 2012).

7. AS AÇÕES BRASILEIRAS CONTRA O MOMENTO MINSKY

Não há dúvidas de que a crise financeira internacional, iniciada em 2007, nos Estados Unidos, demonstram a falha dos mecanismos de controles econômicos denominados “ortodoxos”, mecanismos os quais não conseguiram analisar os dados econômicos para constatação de que a economia americana caminhava para um “Momento Minsky”.

No Brasil, inversamente do ocorrido nos Estados Unidos, o governo, através de seus mecanismos, obteve sucesso na leitura dos dados econômicos disponíveis e pôde preparar uma série de medidas de estímulo à economia, nos moldes keynesianos, sobretudo porque, nos países em desenvolvimento, as crises financeiras geralmente, são provocadas pelo fluxo de entrada e de saída de capital estrangeiro, o que se intensificou devido à adoção de políticas macroeconômicas por essas nações (que incitam a arbitragem entre ativos pelos agentes econômicos, como, por exemplo, os juros domésticos altos em relação aos internacionais) e de reformas liberalizantes financeiras e econômicas, que, na América Latina, tiveram início nos anos 1980.

Dessa forma, com as experiências vivenciadas durante outras crises financeiras que atingiram os países emergentes, como o Brasil, tornou-se evidente que algumas medidas deveriam ser utilizadas para atenuar os efeitos da crise sistêmica mundial nessas nações. Essas medidas, por sua vez, estariam relacionadas não somente ao fortalecimento da regulamentação financeira, mas também à adoção de políticas cambiais adequadas; à acumulação de reservas internacionais, à regulação dos fluxos de capitais e à política de concessão de crédito (esta última como forma de evitar que a crise financeira resultasse em impactos ainda mais negativos no lado real da economia e de reverter as expectativas de pessimismo do mercado).

O governo brasileiro, assim, adotou as seguintes medidas, na segunda metade de 2008, momento no qual os primeiros efeitos começaram a serem sentidos na América do Sul⁷:

19 de setembro: *quatro dias depois de o Lehman Brothers recorrer à lei de falências nos EUA, o Banco Central faz leilão de U\$ 500 milhões para segurar o valor do dólar, que chegou a subir mais de 5% ante o real.*

24 de setembro: *BC adia data prevista para a implantação do recolhimento compulsório sobre as operações de leasing. Os bancos teriam de recolher 25% do dinheiro que captassem das empresas de leasing a partir de 16 de janeiro, mas a nova data passou a ser 13 de março.*

1º de outubro: *Banco do Brasil antecipa liberação de crédito de R\$ 5 bilhões para financiamento da safra agrícola.*

2 de outubro: *BC oferece para bancos a opção de deduzir até 40% do dinheiro recolhido para o compulsório, desde que essas instituições comprem operações de crédito de uma outra instituição.*

6 de outubro: *governo edita medida provisória que permite que parte das reservas internacionais do país sejam usadas para financiar exportações. Outra MP editada dava poderes ao Banco Central para adquirir a carteira de bancos nacionais se a crise o fizesse necessário.*

8 de outubro: *Banco Central decide vender dólar no mercado à vista. No momento da intervenção, a alta no dólar era superior a 9%*

9 de outubro: *CMN (Conselho Monetário Nacional) regulamenta condições para que o Banco Central possa aceitar carteiras de crédito de bancos nacionais. Com a regulamentação da MP editada na mesma semana, o BC terá de exigir garantias de carteiras de boa qualidade para completar para completar eventuais aquisições*

13 de outubro: *O BC eleva o limite de dedução do compulsório sobre a parcela adicional (que inclui depósitos à vista, a prazo e poupança) de R\$ 300 milhões para R\$ 1 bilhão. O limite de dedução do compulsório sobre depósitos a prazo passou de R\$ 700 milhões para R\$ 2 bilhões.*

16 de outubro: *O BC amplia as possibilidades para que os bancos possam aumentar a quantidade de dinheiro que têm em caixa a partir da venda de ativos para bancos maiores.*

⁷ Informações obtidas no Caderno de Economia do site www.uol.com.br.

22 de outubro: o presidente Luiz Inácio Lula da Silva lança decreto que autoriza Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal a comparem ações e participações de instituições financeiras nacionais. A Caixa também obteve autorização para comprar ações de construtoras com problemas de liquidez

23 de outubro: governo decide zerar o IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) na liquidação de câmbio para a entrada de investidores externos no Brasil.

27 de outubro: O BC autoriza os bancos que anteciparem suas contribuições ao Fundo Garantidor de Crédito (FGC) para 60 meses terão desconto no compulsório sobre depósito à vista. O valor mensal do desconto será o equivalente à contribuição de um mês ao FGC.

29 de outubro: o Federal Reserve americano e o BC brasileiro estabelecem linha de swap no montante de 30 bilhões de dólares, com vencimento em 30 de abril de 2009. Segundo comunicados do Fed e do BC, o swap tinha por objetivo “melhorar a liquidez” no mercado financeiro ante a crise global. Outras linhas foram estabelecidas entre os EUA e México, Coréia do Sul e Cingapura.

30 de outubro: O BC anuncia uma regra para forçar os bancos a liberarem o crédito obtido com o alívio no compulsório. O dinheiro do compulsório sobre depósitos a prazo era recolhido como título público. Ou seja, o banco recebe uma remuneração igual à do título. Os bancos passaram a recolher apenas 30% em títulos. Os outros 70% seriam recolhidos em espécie, ficando parados no BC sem remuneração. Para evitar essa perda, os bancos maiores, em tese, comprariam as carteiras de crédito e outros papéis de bancos menores.

4 de novembro: Banco Central altera as regras para leilões de empréstimos de dólares às exportações. BC afirma que linhas de empréstimos se encontram em patamar até 50% inferior ao normal

6 de novembro: governo anuncia oferecimento de créditos de US\$ 6,9 bilhões a pequenas e médias empresas e ao setor automotivo

11 de novembro: governo de São Paulo lança linha de crédito de R\$ 4 bilhões para o setor automotivo pela Nossa Caixa. No mesmo dia, a Caixa Econômica Federal anuncia aumento do limite de empréstimo para compra de material de construção de R\$ 7 mil para R\$ 25 mil.

12 de novembro: Caixa Econômica Federal anuncia liberação de crédito de R\$ 2 bilhões ao consumo, beneficiando pessoas físicas na compra de eletrodomésticos, equipamentos eletrônicos, móveis e material para construção.

13 de novembro: A partir do próximo dia 1º de dezembro, o recolhimento compulsório adicional sobre depósitos a prazo, à vista e de poupança não será feito em dinheiro, mas em títulos públicos. Agora, a nova regra injeta liquidez, mas redireciona os recursos novamente para a dívida pública.

17 de novembro: medida provisória alterou os prazos de pagamento do Imposto de Renda recolhido na fonte, da contribuição previdenciária, do PIS/COFINS e do IPI. O governo estima que a mudança de datas daria um alívio de R\$ 21 bilhões aos caixas das empresas brasileiras.

21 de novembro: decreto do governo reduz IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) de 3,38% para 0,38% nos financiamentos de motocicletas, motonetas e ciclomotores.

11 de dezembro: governo federal anuncia pacote de medidas anticrise com mudanças nas alíquotas do Imposto de Renda, corte de tributos e isenção de IPI para carros de modelos 1.0.

Portanto, o governo brasileiro, ao constatar o encaminhamento da situação econômica para um “Momento Minsky”, tomou uma série de medidas anticíclicas, a fim de não repetir o erro norte-americano.

O primeiro impacto que esse posicionamento do governo trouxe foi em setembro de 2008, quando o capital externo começou a retornar ao Brasil, motivado pelo crescimento econômico, especialmente, industrial, resultante das medidas estatais, mantendo-se, com isso, a liquidez do sistema financeiro.

Tais intervenções do governo brasileiro, em especial no crédito, ocorreram por meio da forte regulamentação do setor pelo Banco Central que permitiu a redução dos juros e o controle estatal sobre os principais agentes de

financiamento no país¹⁰ (BNDES, CEF e Banco do Brasil). A presença forte do Estado na economia é que impediu que o Brasil tomasse o mesmo rumo dos Estados Unidos e outros países europeus.

Há que se colocar ainda que a efetivação de tais medidas contra cíclicas somente foi possível graças ao respeito das autoridades monetárias às diretrizes legais da Ordem Econômica e Financeiras trazidas no art. 170 e 192 da Constituição Federal.

A Constituição Federal de 1988 traz em seu texto a exigência de uma forte presença do Estado na ordem econômica, seja de forma direta ou indireta, trazendo ainda uma forte regulamentação do setor financeiro pelas autoridades centrais.

Ao se prever no texto constitucional, que por sua vez é a organização jurídica e fonte de criação do próprio estado, a presença do Estado na regulação e desenvolvimento econômico decidiu que, no modelo brasileiro, o local da deliberação econômico seria o próprio Estado que passou a ter o dever de atuar na busca de equilíbrio e desenvolvimento econômico, adotando, assim, uma perspectiva jurídico-keynesiana.

Este controle dos rumos (direção) do desenvolvimento econômico deve ficar nas mãos do Estado que é o ente (*locus*) legítimo para decidir qual vem a ser este rumo vez que, esta decisão é de natureza política e não técnica-econômica.

Segundo Gilberto Bercovici (2005, p. 51):

“O desenvolvimento é condição necessária para a realização do bem estar social. O Estado é, através do planejamento, o principal promotor do desenvolvimento. Para desempenhar a função de condutor do desenvolvimento, o Estado deve ter autonomia frente aos grupos sociais, ampliar suas funções e readequar seus órgãos e estrutura. O papel estatal de coordenação dá a consciência da dimensão política da superação do subdesenvolvimento, dimensão explicitada pelos objetivos nacionais e prioridades sociais enfatizadas pelo próprio Estado. As reformas estruturais são o aspecto essencial da política econômica dos países subdesenvolvidos, condição prévia e necessária da política de desenvolvimento. Coordenando as decisões pelo planejamento, o Estado deve atuar de forma muito ampla e intensa para modificar as estruturas socioeconômicas, bem como distribuir e descentralizar a renda, integrando, social e politicamente, a totalidade da população.”

O modelo econômico trazido pela Constituição é nitidamente desenvolvimentista obrigando o Estado a atuar, independentemente de existência de crise econômica ou financeira, documento jurídico o qual fez com que os efeitos da crise internacional fossem amenizados no Brasil.

8. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O sistema financeiro sofisticado, conforme Keynes, desempenha um papel crucial para promover investimentos, sendo importante tanto nas fases de expansão, quanto nas de contração da economia.

No entanto, pelo fato de os agentes, na maioria orientados pela busca de ganhos de capital, tomarem decisões num ambiente de incerteza e de volatilidade, o sistema deve ser, tanto na abordagem de Keynes como de Minsky, submetido à regulação com caráter preventivo, com o intuito de “suavizar” o *boom* e atenuar o “risco sistêmico” da contração do sistema financeiro internacional.

A crise financeira recente evidenciou que os fundamentos da ortodoxia neoliberal, particularmente a desregulamentação dos mercados, contribuíram para acentuar a fragilidade do sistema. As explicações dessa corrente para a crise mostraram-se inócuas: não foi o “excesso de governo”, nem “falhas de mercado” que a provocaram, mas sim, a existência de um modelo de regulação insuficiente e desatualizado (diante das inovações financeiras).

⁸ “O que contribuiu para diminuir as restrições ao crédito foi a ação desassomburada dos grandes bancos federais (BNDES, Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Banco do Nordeste etc.), que ampliaram o suprimento de crédito às empresas e famílias, ainda que a juros elevados (com exceção do BNDES). O fato de o Brasil ainda possuir quase a metade da intermediação financeira sob o comando da União tem se mostrado um fator estratégico de grande importância no combate à crise. Finalmente, não se pode ignorar o tardio despertar do Banco Central para a necessidade de reduzir a taxa de juros Selic para baratear o crédito, agora uma necessidade vital para preservar o país da crise internacional.” (SINGER, 2009, p. 11).

Os Acordos de Basileia não era efetivos quanto à prevenção de crises sistêmicas. Mesmo após a crise em 2010, um terceiro acordo mostrou-se também limitado, embora tenha tornado mais rígido o aparato regulatório, ao exigir um maior requerimento de capital das instituições e um controle da liquidez do sistema, principalmente, em períodos de prosperidade.

É preciso que se passe a buscar a redução da fragilidade financeira, destacada por Minsky. Para tanto, é necessário promover melhorias nos incentivos que estimulem a concessão de empréstimos seguros, em vez da expansão da liquidez descontrolada e sem critério, o que enseja também, o aperfeiçoamento dos mecanismos de controles estatais. Ademais, torna-se prudente que se controle o grau de alavancagem da economia e se elevem ainda mais os requerimentos de reservas de capital para as instituições que fazem parte desse complexo sistema financeiro.

O sistema bancário “paralelo” deve ser “controlado” pelo mesmo rol de regulações a que são submetidos os bancos convencionais, as quais devem ser dinâmicas, para acompanhar as inovações financeiras. Convém salientar que essas regulações devem fazer parte da configuração da política macroeconômica dos países, sejam eles desenvolvidos, ou em desenvolvimento, sobretudo quando se considera o grau de integração do mercado financeiro global.

Para isto, é necessário, o aperfeiçoamento das relações entre Economia e Direito, aprimorando as instituições oficiais de controle e, principalmente de planejamento da economia o que, certamente, contribuirá para a formulação de um Programa Nacional de Desenvolvimento.

ABSTRACT: The recent global crisis has placed in ‘check’ the principles defended by the orthodox currents. This article aims to discuss the explanations alternatives to *mainstream* on the origin of systemic crisis, according to two authors, John Maynard Keynes and Hyman Minsky. According to this approach, financial instability and uncertainty are inherent in a sophisticated money economy, since the agents adopt speculative positions in search of higher profits. The causes of the current crisis still are added market deregulation advocated by neoliberal paradigm, and financial innovations. Faced with the failure mechanisms of insufficient orthodox controls, it is evident a strong state intervention in the economy, with regulatory policies and based on a Keynesian perspective.

Keywords: financial crisis; Keynesian perspective; State.

REFERÊNCIAS

BELLUZZO, L.G. O momento Minsky. *Folha de São Paulo*. 07 de março de 2010. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi0703201010.htm>. Acesso em janeiro de 2013.

BERCOVICI, Gilberto. *Constituição Econômica e Desenvolvimento. Uma Leitura a Partir da Constituição de 1988*. São Paulo: Malheiros, 2005.

CARVALHO, F.J.C. Foundations of Post Keynesian Economics: the concept of Monetary Economy. In: _____ *Mr. Keynes and The Post-Keynesians*. Aldershot: Edward Elgar, 1992. P.32-53.

_____. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. *Revista de Economia Política*. 25(4): 332-336, outubro/dezembro, 2005.

CHICK, V. (1983). *Macroeconomia após Keynes*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1993. P. 3-15.

COLISTETE, R.P. Hyman Minsky: uma visão da instabilidade a partir de Keynes. *Revista de Economia Política*. v.9.n2, abr-jun. 1989.

DAVIDSON, P. (1984). Resgatando a Revolução Keynesiana. In: SICSÚ, J; LIMA, G.T (orgs). *Macroeconomia do emprego e da renda: Keynes e o Keynesianismo*. São Paulo: Manole, 2003. P.3-28.

FARHI, M. (2012a). *Securities com garantias e securities lastreadas em crédito*. Campinas-SP: UNICAMP. 14 agos. 2012. Notas de aula da disciplina Tópicos Avançados em Teoria Econômica (Inovações Financeiras).

_____ (2012b). *Derivativos*. Campinas-SP: UNICAMP. 11 set. 2012. Notas de aula da disciplina Tópicos Avançados em Teoria Econômica (Inovações Financeiras).

FARHI, M; PRATES, D. M. O Shadow Banking System no Pós-Crise. In: MODENESI *et al. Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira*. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Associação Keynesiana Brasileira, 2012.

FONSECA, Pedro César Dutra. Keynes: O Liberalismo Econômico como Mito. In. LIMONCIC, Flávio; MARTINHO, Francisco Carlos Palomares (orgs.). *Os Intelectuais do Antiliberalismo*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2010, págs.139-168

FRENKEL, R. Lições sobre crises financeiras. In: MODENESI *et al. Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira*. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Associação Keynesiana Brasileira, 2012.

KEYNES, J.M. (1933a). Uma teoria monetária da produção. Tradução: José Ricardo Fucidji. *Economia em Revista*. v.8. n.1-2. Jan.-dez /2000.

_____ (1933b). A distinção entre uma economia cooperativa e uma economia empresarial. Tradução: José Ricardo Fucidji. *Economia em Revista*. v.9. n. 1-2. Jan. – dez. / 2001.

_____ (1936). *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Tradução: Mário R. da Cruz. Coleção Os Economistas. São Paulo: Atlas S.A, 1992.

KRUGMAN, P. *Um basta à depressão econômica!*: propostas para uma recuperação plena e real da economia mundial. Tradução: Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

LOURENÇO, A.L.C. de. O pensamento de Hyman P. Minsky: alterações de percurso e atualidade. *Economia e Sociedade*. Campinas/SP: Unicamp.v. 15. n.3(28), p. 445-474. Dez. 2006.

MOLLO, M.L.R. Crédito, capital fictício, fragilidade financeira e crises: discussões teóricas, origens e formas de enfrentamento da crise atual. *Economia e Sociedade*.v.20. n.3 Unicamp: Campinas, SP, dez. 2011.

PALLEY, T. Interpretações alternativas sobre a crise econômica: a luta pelo futuro. . In: MODENESI *et al. Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira*. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Associação Keynesiana Brasileira, 2012.

POSSAS, M. L. *A dinâmica da economia capitalista: uma abordagem teórica*. São Paulo: Brasiliense, 1987. p.47-111.

REZENDE, L.P; SILVA, F.F; CROCCO, M. Crise e funcionalidade do sistema financeiro. In: MODENESI *et al.* *Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira*. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Associação Keynesiana Brasileira, 2012.

SINGER, Paul. *O Combate a Crise pelo Governo Federal*. Teoria & Debate, n. 81, mar./abr. 2009, págs. 10-12.

SOBREIRA, R; SILVA, T.G. da. Basileia III: longe de uma panaceia. In: MODENESI *et al.* *Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira*. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Associação Keynesiana Brasileira, 2012.