

A teoria econômica frente à crise financeira: a revalorização do papel das instituições no pensamento pós-keynesiano como alternativa¹

RESUMO

O presente trabalho começa com a revisão dos argumentos em discussão sobre as modificações necessárias na área da teoria macroeconômica após a última crise financeira. Tomando por base a revisão dos pontos centrais do debate, são destacadas as falhas da teoria econômica em prever a crise e os possíveis caminhos para a renovação da agenda de pesquisa em macroeconomia. A seguir, defende-se o argumento de que a revalorização do papel das instituições na regulação da economia no pensamento pós-keynesiano oferece uma alternativa às falhas da teoria econômica convencional. Finalmente, apresenta-se uma breve conclusão sobre a relevância da agenda de pesquisa de abordagem pós-keynesiana.

Palavras-chave

Crise financeira. Teoria macroeconômica. Pós-keynesianismo. Instituições.

ABSTRACT

This article begins with a review of the arguments under discussion about the changes needed in the field of macroeconomic theory following the most recent financial crisis. Using the revision of the main points of the debate as its base, the article highlights the failure of economic theory to foresee the crisis, and suggests possible new ways forward to renew the macroeconomic research agenda. This is then followed by a defense of the argument that giving greater importance to the role of institutions in regulating the economy in post-Keynesian thinking might offer a credible alternative to the failings of conventional economic theory. The article ends with a brief conclusion about the relevance of a research agenda with a post-Keynesian approach.

Keywords

Financial crisis; macroeconomic theory; post-Keynesianism; institutions.

1. O presente trabalho foi realizado com apoio do Programa Estudantes-Convênio de Pós-Graduação – PEC-PG, da Capes/CNPq – Brasil.

Introdução

O período histórico iniciado com o final da Segunda Guerra Mundial foi marcado por aproximadamente 20 anos de tranquilo e ininterrupto progresso econômico nos países centrais, caracterizado por baixos níveis de inflação, baixas taxas de desemprego e aumento sustentado da renda. Entretanto, desde o final da década de 1960 até o início da década de 1980, houve uma sucessão de turbulências econômicas. Essas perturbações da ordem econômica — caracterizadas por ciclos de crises financeiras atenuadas pela intervenção de autoridades monetárias, recessão, aumento do déficit e recuperação com aceleração da inflação — favoreceram o surgimento, durante os anos 1980, do contexto histórico propício à reforma do modelo de governança econômica que havia emergido no pós-guerra (MINSKY, 1982).

A partir dessa reforma, teve início um período de estabilidade macroeconômica — que se estendeu de meados dos anos 1980 à irrupção da crise de 2008 — conhecido como Grande Moderação (ROMER, 2012; BLANCHARD *et al.*, 2010). No prefácio à quarta edição de seu manual de macroeconomia avançada, Romer (2012) menciona os três fatores que considera responsáveis pela estabilidade da ordem macroeconômica. Dois deles estão relacionados aos processos atravessados pela economia real: choques econômicos menos intensos que em outros períodos históricos e mudanças na estrutura econômica (como o maior peso adquirido pelo setor de serviços e as melhorias na gestão de inventários).

O terceiro fator — a melhoria das políticas econômicas implementadas — é tido como consequência direta das melhorias da teoria macroeconômica (e da aceitação dessas mudanças por parte dos formuladores de políticas). Nesse sentido, a aceitação generalizada da hipótese da taxa natural de desemprego e o surgimento do consenso sobre a importância de se manter baixos níveis de inflação foram pilares fundamentais do desaparecimento dos ciclos de auge e crise (*boom and bust*) (ROMER, 2012).

Seguindo essa mesma linha, em um artigo apresentado pouco tempo antes da irrupção da crise, Woodford (2009) defendia a ideia de que a partir dos anos 1990 houve um processo de convergência que nos permitiria falar de uma “Nova Síntese” instituída como o padrão que define o objeto de estudo e a metodologia da macroeconomia como disciplina. Nesse sentido, de maneira similar ao ocorrido no período de hegemonia da Síntese Neoclássica no segundo pós-guerra, teriam chegado ao fim as discussões sobre quais são as questões centrais que a teoria macroeconômica pode pretender resolver, bem

como sobre que tipos de análises teóricas e estudos empíricos podem ser considerados contribuições cientificamente válidas.

Desse modo, Woodford (2009) enumera os cinco elementos dessa “Nova Síntese” que definiriam o paradigma pelo qual a agenda de pesquisas em macroeconomia deve pautar-se. O primeiro elemento é a utilização de modelos com fundamentos de equilíbrio geral intertemporal, que permitam analisar ao mesmo tempo as flutuações de curto prazo e as tendências de crescimento de longo prazo em um mesmo marco analítico, aceitando inteiramente a impossibilidade de separar a teoria macroeconômica de fundamentações microeconômicas sobre o comportamento das empresas ou das famílias. Em segundo lugar, há um amplo consenso sobre a necessidade de basear as análises quantitativas de política econômica em modelos estruturais econometricamente validados, porém que não representem unicamente uma caracterização dos dados disponíveis, mas sejam coerentes com sua microfundamentação nas decisões tomadas pelos lares ou empresas. O terceiro elemento é a aceitação da crítica de Robert E. Lucas aos modelos anteriores ao surgimento da Nova Macroeconomia Clássica por não representarem as expectativas como endógenas e, por conseguinte, a aceitação da hipótese de expectativas racionais por ele formulada.

Em quarto lugar, Woodford (2009) aponta o consenso sobre a importância de diferentes tipos de perturbações “reais” (choques tecnológicos, mudanças nas preferências dos agentes e políticas governamentais) como causa das flutuações econômicas e rejeita a ideia de que estas últimas se devem exclusivamente a variações exógenas na política monetária. Finalmente, o quinto elemento da “Nova Síntese” é a aceitação de que a política monetária é o instrumento mais eficaz da política econômica, especialmente como ferramenta de controle da inflação.

Não obstante, o consenso gerado em torno dos elementos da “Nova Síntese” pareceu sofrer um abalo com o fim do período de estabilidade e o início de uma grave crise no ano de 2008. Essa crise implicou não somente um choque macroeconômico, mas também um grande desafio para a teoria macroeconômica e para os pressupostos sobre os quais o amplo consenso acerca da mesma se apoiava.

Neste trabalho, são examinados os argumentos presentes no debate sobre a incapacidade teórica da área de estudos da macroeconomia em prever a crise financeira. Com base nesse debate, destacam-se quais foram, segundo a literatura, as falhas por parte da teoria econômica e que caminhos a agenda de pesquisas em macroeconomia deveria seguir a fim de saná-las. Em seguida, defende-se o argumento de que a revalorização no interior do pensamento pós-keynesiano do papel das instituições na regulação da economia oferece uma alternativa às falhas da teoria econômica convencional. Por fim, apresenta-se uma breve conclusão sobre a relevância da agenda de pesquisas de caráter pós-keynesiano a partir da última crise financeira.

1. O debate sobre as falhas teóricas a partir da crise financeira

Apesar de haver certo consenso de que a crise indica a necessidade de promoção de reformas na agenda de pesquisa na área da macroeconomia (ROMER, 2012; BEKER, 2011; BLANCHARD *et al.*, 2010; HARCOURT, 2010; CABALLERO, 2010; CARDIM DE CARVALHO, 2009; COLANDER *et al.*, 2009; BERNANKE, 2010; WOODFORD, 2010), existem divergências consideráveis sobre a natureza das modificações que se julgam necessárias.

De um lado, alguns autores reconhecem que a crise chamou a atenção para a macroeconomia como área de estudos e que esta deve ampliar o leque de assuntos aos quais se dedica, mas sem renunciar a seus pressupostos metodológicos básicos. Ou seja, ampliar o leque de assuntos incluídos na agenda de pesquisa em macroeconomia, respeitando as mudanças metodológicas introduzidas pela crítica de Lucas e incorporadas nos modelos DSGE (*dynamic stochastic general equilibrium*) da nova economia keynesiana (Novos Keynesianos).

Alinhado com esse argumento, Romer (2012) indica os tópicos principais aos quais os estudos macroeconômicos devem se dedicar a partir da crise, dando particular relevância aos mercados financeiros. Com relação a eles, menciona a necessidade de dirigir-lhes atenção redobrada, sua vulnerabilidade às corridas, a falta de alinhamento entre os preços reais dos ativos e as previsões teóricas sobre os mesmos, os impactos das imperfeições do mercado financeiro sobre as empresas e os mecanismos de transmissão de perturbações no mercado creditício para outros setores da economia.

Além dessas preocupações com o mercado financeiro, Romer (2012) resalta a importância da pesquisa sobre as implicações dos limites do *zero lower bound* sobre a taxa de juros na política monetária. Igualmente, alerta sobre a necessidade de atentar para as questões de economia política relacionadas ao papel dos formuladores de políticas, questionando o juízo destes como bem informados e benevolentes.

Em um artigo elaborado por Olivier Blanchard, em conjunto com outros economistas do Fundo Monetário Internacional, enumeram-se as lições da crise para a teoria macroeconômica e para a elaboração de políticas econômicas (BLANCHARD, *et al.*, 2010). Em primeiro lugar, os autores afirmam que, apesar da necessidade de manter o controle da inflação como um dos objetivos centrais da política econômica, é preciso reconhecer que esse não pode ser o único objetivo, já que, mesmo com baixos níveis de inflação e um reduzido hiato entre o produto real e o potencial, pode haver situações indesejáveis — por exemplo, o peso superdimensionado de um setor instável sobre o produto. Além disso, os baixos níveis de inflação e de taxa nominal de juros fazem com que, em situações de crises deflacionárias, a política monetária se depare com

o *zero lower bound*, conduzindo a déficits fiscais maiores do que o necessário em situações com maior margem de manobra para baixar a taxa de juros.

Assim como julgam necessário ter em mente a importância dessa margem de manobra para a política monetária, também consideram como lição da crise a necessidade de manutenção do espaço fiscal em tempos de bonança econômica a fim de permitir a aplicação de políticas anticíclicas para fazer frente à crise. Nesse sentido, para os autores, a crise representou a volta da política fiscal ao centro do panorama da agenda de pesquisa macroeconômica, que deveria a partir de agora reconhecer a multiplicidade de objetivos — e, por conseguinte, de instrumentos — das políticas econômicas (BLANCHARD *et al.*, 2010).

Finalmente, como Romer, Blanchard e seus coautores acreditam que crise revelou a importância de se concentrarem esforços no estudo dos mercados financeiros e seus efeitos macroeconômicos. Com relação a isso, consideram necessário um estudo mais completo do funcionamento dos mecanismos de intermediação financeira, já que estes são essenciais para a precificação dos ativos, e a aceitação da não neutralidade da regulação financeira, uma vez que a mesma gera incentivos e desincentivos que influem no comportamento dos agentes financeiros e, conseqüentemente, tem efeitos macroeconômicos (BLANCHARD *et al.*, 2010).

De maneira similar, em uma conferência sobre as implicações da crise financeira para a economia como disciplina acadêmica, o então presidente do Banco Central dos Estados Unidos, Ben Bernanke (2010), afirmou que, embora a crise financeira tenha sido fruto de erros de política econômica (“a economia como engenharia”) e não de análises teóricas ou empíricas (“a economia como ciência”) equivocadas, a verdade é que os modelos macroeconômicos de equilíbrio geral dinâmico estocástico não conseguiram prever a crise. Portanto, aponta a necessidade de que os mesmos incorporem aspectos de outras áreas da teoria econômica que se mostraram eficazes para explicar as causas da crise. Ressalta, principalmente, a necessidade de incorporar aos modelos macroeconômicos as análises provenientes da economia financeira sobre as modificações nos mercados de crédito decorrentes de mudanças na regulação e dos avanços tecnológicos, com o conseqüente surgimento de inovações financeiras durante as últimas décadas.

Uma tentativa concreta de incorporação das características contemporâneas do setor financeiro em um modelo macroeconômico DSGE foi levada a efeito por Michael Woodford (2010). O argumento central é que, como a intermediação financeira deixou de ser realizada principalmente por instituições bancárias tradicionais, é necessário incorporar à análise macroeconômica a intermediação financeira totalmente baseada no mercado — na qual os intermediários se financiam inteiramente vendendo valores (*securities*) e não mais arrecadando depósitos sujeitos aos requerimentos de caixa. Dentro desse esquema, aparecem duas variáveis relacionadas aos intermediários financeiros cujo impacto

macroeconômico não pode ser ignorado, já que apresentam canais de transmissão de perturbações financeiras para o nível de atividade econômica. São elas: a diferença entre a taxa de juros com a qual os intermediários conseguem se financiar e a que oferecem no mercado (o *spread* entre as taxas de juros) e o nível de capitalização com que essas instituições financeiras contam. Levar em conta essas variáveis também pressupõe analisar as alterações na política monetária, já que surgem novas ferramentas de política monetária “não convencional”, anteriormente desconsideradas. Um exemplo disso são as modificações na regulação financeira ou o *quantitative easing* (WOODFORD, 2010; BERNANKE, 2010).

Frente a essas propostas de ampliação do espectro compreendido pela agenda de pesquisa macroeconômica, redirecionando a atenção para fenômenos que foram deixados de lado em épocas anteriores à crise — com especial ênfase na incorporação das particularidades dos mercados financeiros —, surgiram várias opiniões que consideram necessária uma reforma não somente dos temas estudados pela macroeconomia, mas também dos métodos aplicados e dos pressupostos em que se baseia (BEKER, 2011; CABALLERO, 2010; COLANDER *et al.*, 2009; HARCOURT, 2010; KRUGMAN, 2009).

Em um artigo de opinião publicado em sua coluna do *The New York Times*, Paul Krugman (2009) responsabiliza os economistas não apenas por não terem previsto a crise, mas, de um modo mais fundamental, por trabalharem com marcos conceituais que não consideravam plausível a irrupção de uma crise daquela dimensão. Nesse artigo, Krugman reconhece as diferenças entre os macroeconomistas da nova escola clássica — aos quais chama de *freshwater economists*, por pertencerem a universidades de cidades mediterrâneas como Chicago ou Minnesota —, que não julgam necessária a intervenção do governo nem mesmo em situação de crise, já que os ajustes de mercado conseguiriam dar conta da mesma, e os da nova escola keynesiana — aos quais chama de *saltwater economists*, por pertencerem a universidades de cidades costeiras como Nova Iorque ou Boston, e entre os quais se inclui, juntamente com David Romer e Blanchard —, dispostos a reconhecer algumas imperfeições nos mercados que possam tornar necessária uma política de combate à recessão, embora usando como ferramenta praticamente exclusiva a política monetária.

No entanto, apesar das diferenças, ambas as escolas trabalham com modelos elaborados com um alto nível de sofisticação matemática, fundamentados na existência de agentes perfeitamente racionais que interagem de modo eficiente nos diferentes mercados — incluindo o financeiro. Frente a isso, Krugman (2009) argumenta que os estudos econômicos centrados na análise de falhas e atritos dos mercados (*flaws-and-frictions economics*) devem ser o foco da agenda de pesquisa em macroeconomia.²

No mesmo sentido, Ricardo Caballero (2010) afirma que a incapacidade em explicar a crise com os modelos reinantes na macroeconomia é um reflexo

2. O autor apresenta as finanças comportamentais e os estudos keynesianos (despojados dos vícios dos modelos neokeynesianos padrão) como exemplos dessa *flaws-and-frictions economics*.

da renitência no interior do núcleo da disciplina (*core of macroeconomics*), dominado pelos modelos de equilíbrio geral dinâmico estocástico (DSGE), com sua lógica interna. Na verdade, o autor considera que a macroeconomia de maior repercussão acadêmica esteve mais preocupada em apurar argumentos baseados unicamente em sua lógica interna do que em comprovar sua validade com relação aos fenômenos do mundo real. Nesse sentido, a maior parte dos recursos da pesquisa macroeconômica anterior à crise foi destinada a esforços de formalização e refinamento crescentes dos modelos já existentes e não à compreensão do funcionamento de mecanismos econômicos empíricos.

Contrariamente a essa abordagem do estudo dos fenômenos macroeconômicos, Caballero (2010) destaca a existência de uma “periferia” na área da macroeconomia, voltada para análises de processos mais específicos e partindo de pressupostos mais realistas do que a hipótese de expectativas racionais usada na microfundamentação dos modelos dominantes. Com relação a isso, a maior utilidade demonstrada pelos estudos da periferia para dar conta da crise, tanto em nível teórico como de elaboração de política econômica, indica um caminho a seguir na agenda de pesquisa macroeconômica pós-crise.

Por isso, os estudos macroeconômicos devem aceitar a grande complexidade do mundo econômico real e renunciar à pretensão de explicar toda a realidade a partir da elaboração de grandes modelos baseados em pressupostos simplistas sobre a racionalidade dos agentes econômicos e a fluidez de suas interações. Uma vez abandonada essa pretensão de explicar tudo com um grande modelo único, a agenda de pesquisa macroeconômica deve ampliar não somente os temas de pesquisa, como também as metodologias utilizadas, aceitando que a complexidade dos fenômenos estudados supera a capacidade explicativa dos modelos atualmente dominantes (CABALLERO, 2010).

Em sua análise sobre a crise, Paul Davidson (2010) também destaca a necessidade de abandonar a hipótese das expectativas racionais, defendendo a ideia de que voltar à ideia keynesiana sobre a racionalidade dos agentes seria suficiente para melhorar as pesquisas macroeconômicas. Segundo essa análise, na origem da crise estão as falhas de regulação provocadas pela aceitação acrítica da ideia de eficiência dos mercados, induzindo à crença de que as regulações e os gastos do governo eram a principal fonte de distúrbios econômicos e que, por conseguinte, a melhor política econômica seria a redução máxima do ativismo governamental e a liberação dos mercados de controles regulatórios.

A hipótese por trás dessa ideia é a de que os agentes são completamente racionais e que tomam suas decisões a partir da análise de toda informação disponível para calcular as probabilidades de diferentes resultados futuros. Essa análise é feita presumindo-se que as probabilidades calculadas com base nas informações passadas e presentes existentes sobre os mercados são análogas às que se obteriam caso fosse possível realizar uma análise de amostra dos

mercados que existiriam no futuro. Portanto, a crença definitiva sobre a qual repousa é a de que o mundo é completamente ergódico e que, consequentemente, é possível encontrar as leis que determinam o funcionamento dos fenômenos econômicos. Sobre essa crença axiomática, definida como uma verdade universal que não precisa ser comprovada, descansa a estrutura analítica tanto dos modelos de análise de risco financeiro como dos modelos macroeconômicos *mainstream* (DAVIDSON, 2010).

As falhas em se prever a aproximação da crise financeira resultaram da utilização de modelos analíticos fundamentados nessa crença na ergodicidade do mundo para analisar um mundo que, na realidade, demonstra ser não ergódico. Diante disso, é necessário reinstaurar em um lugar central da agenda de pesquisas em macroeconomia a crença de Keynes de que as decisões individuais dos agentes não dependem de cálculos probabilísticos, mas baseiam-se em suas crenças subjetivas acerca dos possíveis eventos futuros. Nesse sentido, a ideia de Keynes pressupõe a aceitação de que o mundo é não ergódico e que os agentes enfrentam altos níveis de incerteza quanto às consequências futuras de suas ações atuais. A esse respeito, um assunto frequentemente negado pelos modelos baseados na eficiência dos mercados, mas que é essencial para as indagações macroeconômicas, é o dos arranjos institucionais socialmente instaurados para tentar controlar essa incerteza — por exemplo, a moeda ou as formas contratuais (DAVIDSON, 2010).

Além de ter evidenciado as falhas epistemológicas sobre as quais se elaboraram os modelos macroeconômicos dominantes, com as consequentes propostas de se repensar as assunções de racionalidade que os fundamentam, a crise também revelou os problemas práticos da elaboração de políticas baseadas em modelos que, por se apoiarem em uma concepção apriorística do comportamento humano refutada em repetidas ocasiões pela evidência empírica, apresentam baixos níveis de consistência externa em relação à economia real (BEKER, 2011; COLANDER *et al.*, 2009). No que tange a isso, um impacto importante da crise sobre a agenda de pesquisa em macroeconomia foi ter trazido à baila a responsabilidade ética dos pesquisadores em comunicar as limitações de seus modelos e alertar sobre as possíveis consequências negativas de sua aplicação prática (COLANDER *et al.*, 2009).

Nesse caso, uma proposta interessante seria mudar a ênfase na veracidade dos modelos como parâmetro de validação por sua utilidade (KAY, 2010). O correlato desse argumento é que alguns dos fundamentos da teoria convencional que foram apontados como causadores da crise — ou, pelo menos, da incapacidade da teoria macroeconômica em prevê-la — não deveriam ser questionados em termos de sua capacidade real de representar o mundo, mas de sua utilidade para explicar determinadas situações problemáticas e propor soluções para as mesmas. Desse modo, o defeito da hipótese dos mercados eficientes

como a aproximação exclusivamente probabilística da análise de risco e a incerteza, não seria sua falsidade, mas sua inutilidade em prever, explicar e propor soluções para a crise. Nesse sentido, a teoria macroeconômica deveria incorporar a capacidade de trabalhar com diversos modelos, compreendendo quais são relevantes para dar conta de diferentes situações particulares.

Resumindo todos os argumentos apresentados, talvez fosse possível considerar um triplo efeito da crise sobre a agenda de pesquisa em macroeconomia. Em primeiro lugar, ter colocado em evidência a importância de uma série de temas (principalmente ligados aos mercados financeiros e aos mecanismos de regulação) que não atraíram a atenção necessária das pesquisas antes da crise. Em segundo lugar, a crise revelou a fragilidade dos pressupostos sobre os quais se fundamentam os modelos macroeconômicos dominantes e, por conseguinte, a necessidade de avançar em direção a maiores níveis de complexidade das hipóteses, ainda que isso implique concessões nos níveis de extensão explicativa dos mesmos. Por último, a crise tornou públicas as implicações normativas e éticas que, como em outras ciências sociais, as pesquisas no terreno da economia pressupõem; e, portanto, a necessidade de se repensar alguns aspectos sobre a forma como a profissão de economista é exercida.

Nesse sentido, as análises pós-keynesianas sobre o funcionamento dos mercados financeiros oferecem uma alternativa viável. Por um lado, centralizam a atenção na relação entre os mercados financeiros, os mecanismos de regulação e a estabilidade macroeconômica. Por outro, buscam uma descrição mais realista dos mecanismos de funcionamento dos processos econômicos, resignando seus níveis de abstração e formalização matemática, a fim de elaborar recomendações de política econômica que levem em conta os aspectos valorativos e o impacto social das mesmas.

2. A alternativa pós-keynesiana

Hyman Minsky (2008 [1986]) determinou que a agenda de pesquisa e as políticas econômicas devem convergir para a necessidade de estabilização da economia. Na sua perspectiva, a estabilização não se referia ao equilíbrio fiscal para evitar pressões inflacionárias, mas à capacidade do sistema econômico em oferecer segurança e um sentido de vida aos indivíduos mediante a promoção do pleno emprego e da redução dos problemas sociais. Para tanto, é preciso partir da compreensão do funcionamento dos processos econômicos no âmbito das instituições realmente existentes. Isso implica o abandono das prescrições de política econômica derivadas dos modelos convencionais, cuja abstração do funcionamento das instituições financeiras e de seus impactos

sobre o conjunto da economia supõe um distanciamento do funcionamento real do sistema econômico.

Na interpretação de Minsky, a instabilidade econômica é o resultado da fragilidade dos sistemas financeiros que surgiram com as mudanças cumulativas nas relações e instituições financeiras a partir da Segunda Guerra Mundial. Nesse contexto, em que a especulação financeira chegou a ocupar um papel central no funcionamento do sistema econômico, a estabilidade econômica só pode ser alcançada mediante uma reforma profunda das instituições de governança econômica, sendo insuficientes por si só as medidas de política fiscal ou monetária (MINSKY, 2008 [1986]).

Para que essa reforma institucional seja eficaz, é indispensável que se baseie na compreensão profunda do funcionamento do mecanismo de mercado e de por que as instituições financeiras podem se tornar um foco de introdução de instabilidades sistêmicas. Nesse sentido, é preciso começar reconhecendo que os sistemas econômicos não são fruto da natureza, mas organizações sociais criadas por meio da legislação e de um processo evolutivo de invenções e inovações institucionais. Assim sendo, as políticas econômicas podem alterar não apenas os detalhes da economia, mas seu próprio funcionamento. Isso implica reconhecer que a elaboração das políticas pressupõe uma definição dos objetivos sociais e que os processos econômicos dependem de instituições sociais e econômicas (MINSKY, 2008 [1986]).

Acolhendo esses argumentos, Minsky (2008 [1986]) propôs que as políticas econômicas devem manter uma dupla preocupação: apontar tanto para o desenho das instituições, como para as operações no interior de um conjunto de instituições dadas. Nesse sentido, é importante reconhecer que, em um mundo dinâmico, não é possível solucionar os problemas relativos à organização institucional de forma permanente.

No entanto, isso não deve fazer com que se acredite na necessidade de uma reforma radical permanente das instituições. Ao se fazer um arranjo institucional, deve-se permitir sua evolução, limitando as operações dentro desse âmbito. Somente quando a disfuncionalidade da ordem social e econômica se torna patente, é necessário empreender uma reforma institucional profunda (MINSKY, 2008 [1986]). Considerando-se esses argumentos, é possível pensar na crise financeira de 2008 como uma situação dessa ordem.

Frente a isso, um processo de reforma institucional deve questionar quem serão seus beneficiários e quais processos produtivos serão incentivados a partir dela (MINSKY, 2008 [1986]). Nesse sentido, torna-se explícito o caráter político das reformas institucionais e, por conseguinte, das próprias instituições. Portanto, as políticas econômicas devem refletir uma visão ideológica e inspirar-se na concepção do que constitui uma sociedade desejável. No que tange a isso, a visão de Minsky retoma a preocupação keynesiana sobre a necessidade

de se combinar eficiência econômica, justiça social e liberdade individual como preocupação central das decisões de política econômica.

Com essa visão em mente, é mister reconhecer a necessidade de intervenções que afetem o resultado dos mecanismos de mercado. O problema reside no fato de que a existência de enormes centros de poder privado e as diferenças de riqueza comprometem o triplo objetivo de eficiência, justiça e liberdade. Por isso, é necessário aplicar políticas que limitem a ação das grandes corporações e das empresas financeiras, controlando as instabilidades que estas produzem no sistema econômico. Isso não significa anular a existência de focos de concentração de poder privado, mas ressalta a importância de que estes adquiram dimensões administráveis. Nesse sentido, deve-se realizar uma eleição normativa em favor das liberdades pessoais e do funcionamento do sistema democrático, embora isso possa afetar os interesses do setor financeiro (MINSKY, 2008 [1986]).

Segundo Charles Whalen (2012), a partir das obras de Hyman Minsky é possível pensar na existência de um enfoque Institucionalista Pós-Keynesiano (*Post-Keynesian Institutionalism* - PKI), que apresenta uma perspectiva teórica — e uma agenda de pesquisa — coerente com as necessidades impostas pela última crise ao estudo dos fenômenos econômicos. Embora as afinidades entre as escolas keynesiana e institucionalista remontem à influência da velha economia institucionalista — especialmente as ideias de John Commons — sobre a obra de Keynes, os estudos de Hyman Minsky sobre a interação entre finanças e macroeconomia — e sobre seu impacto na instabilidade econômica — representaram uma pedra fundamental na consolidação de uma agenda de pesquisa ao mesmo tempo pós-keynesiana e institucionalista. Com relação a isso, destacam-se sete características centrais do Institucionalismo Pós-Keynesiano, já presentes na obra de Minsky (WHALEN, 2012).

Em primeiro lugar, como fica evidente, o PKI se baseia nos fundamentos da tradição institucionalista. Assim sendo, parte do estudo dos processos reais da vida econômica e não da elaboração de modelos formais baseados em hipóteses “apriorísticas” sobre o comportamento dos agentes individuais. Isso implica a disposição em abandonar a construção de modelos formais — ou a relaxar os níveis de formalismo e sofisticação matemática dos mesmos — caso seja necessário, para elaborar teorias mais realistas. A esse respeito, um ponto crucial é não considerar a existência de leis universais quase naturais que conduzem o funcionamento dos processos econômicos, mas partir das instituições específicas socialmente criadas, em contextos historicamente determinados, para resolver conflitos e reduzir os níveis de incerteza. Nesse sentido, o mecanismo de mercado é uma das instituições — mas não a única — que rege o funcionamento dos processos econômicos (WHALEN, 2012).

Em segundo lugar, o PKI reconhece a inevitabilidade da constante mudança como uma característica central do capitalismo. Portanto, é preciso partir

de uma abordagem dinâmica que contemple essa possibilidade e abandonar perspectivas para as quais a mudança é oriunda somente de forças exógenas (WHALEN, 2012).

Em terceiro lugar, uma característica central do PKI é o reconhecimento de que o capitalismo é movido pela busca de lucro financeiro e, portanto, as finanças precedem a produção e o intercâmbio dos mercados. Isso implica abraçar o que Hyman Minsky chamou de “paradigma Wall Street” e analisar todas as unidades econômicas a partir da composição de suas carteiras de ativos financeiros. Assim sendo, o mundo econômico se caracteriza como um conjunto de balanços financeiros que representam uma série de compromissos dependentes de expectativas baseadas em um futuro radicalmente incerto (WHALEN, 2012).

Em quarto lugar, o PKI considera que as flutuações cíclicas da atividade econômica são uma característica fundamental do capitalismo e, por conseguinte, as análises econômicas devem ter por objetivo poder identificar e explicar coerentemente os ciclos de expansão e crise. Com relação a isso, a quinta característica do PKI é a adoção da “hipótese da instabilidade financeira”, de origem minskyana, que supõe o afastamento da hipótese dos mercados eficientes para poder explicar os ciclos de euforia e crise nos mercados financeiros e seus efeitos sobre a macroeconomia. Segundo Minsky, nos ciclos de expansão econômica existe uma tendência a que as empresas criem esquemas financeiros de viés especulativo a ponto de começar a refinar dívidas unicamente para conseguir pagar juros devidos. Quando uma quantidade significativa dessas empresas não consegue saldar seus compromissos, isso tem um efeito de contágio sobre a economia agregada, reduzindo as expectativas de negócios e impulsionando um processo deflacionário. Por isso, é necessário contar com mecanismos institucionais públicos capazes de controlar a instabilidade gerada por esse processo sobre os níveis de produto e emprego (WHALEN, 2012).

Em sexto lugar, o PKI aceita a teoria de desenvolvimento do capitalismo formulada por Schumpeter e Minsky. Segundo ela, o capitalismo evoluiu de acordo com as inovações institucionais, introduzidas, em grande parte, no mundo das finanças. Desde os anos de 1980, a partir do início do processo de globalização e da grande quantidade de inovações financeiras dele decorrentes, o capitalismo teria entrado em uma nova etapa caracterizada como capitalismo financeiro (*money manager capitalism*). Essa etapa caracteriza-se por elevados níveis de influência dos investidores financeiros sobre a tomada de decisões, levando à priorização dos lucros de curto prazo e à valorização financeira das empresas. Para tanto, foram priorizadas as reestruturações corporativas e laborais, gerando um aumento dos níveis de instabilidade laboral e o aumento das desigualdades de renda (WHALEN, 2012).

Finalmente, o PKI aceita que o papel do governo na economia é superior ao de corretor de falhas de mercado, que tradicionalmente se lhe atribui na teoria

econômica convencional. Em última instância, o governo funciona como uma entidade criativa que estabelece o marco institucional no qual se desenrolam os processos econômicos. Ao assumir funções como a regulação de atividades econômicas, a proteção de liberdades individuais e garantia de direitos básicos ou a produção de determinados serviços públicos, o governo não intervém sobre uma esfera econômica pré-constituída, mas determina, em grande parte, as principais características de seu mecanismo de funcionamento (WHALEN, 2012).

A análise feita por Carlo Panico e seus coautores sobre a evolução da regulação financeira antes e depois da crise refere-se a várias das diretrizes resultantes da combinação dos enfoques institucional e pós-keynesiano. Segundo sua avaliação, a substituição da regulação discricional pela confiança em regras preestabelecidas levou a um aumento de poder do setor financeiro. Nesse sentido, as mudanças institucionais nas empresas financeiras, que caminharam em direção a um aumento da complexidade das mesmas, foram a consequência e não a causa da adoção do método de regulação por regras. Esse deslocamento, ocorrido graças a uma série de medidas administrativas adotadas nos países centrais a partir da década de 1970 (consolidadas por mudanças nos sistemas normativos durante os anos de 1990), reduziu a capacidade regulatória do Estado já que implicou uma perda de seu poder disciplinar sobre as forças de mercado, principalmente sobre as empresas pertencentes ao setor financeiro (PANICO *et al.*, 2013).

Em relação à origem da última crise econômica, Luiz Fernando de Paula (2014) identifica as inovações financeiras surgidas a partir do processo de desregulamentação durante os anos de 1980 e 1990, que eliminaram gradualmente as fronteiras que mantinham o setor financeiro segmentado entre um setor de bancos comerciais que ofereciam financiamento por meio de créditos e outro constituído pelo mercado de capitais, no qual as empresas podiam financiar-se mediante a emissão de títulos e ações. Inovações institucionais no interior do sistema financeiro, como a difusão de instrumentos de securitização das dívidas, o surgimento de investidores institucionais (seguradoras, fundos de previdência, fundos de investimento etc.), a evolução do mercado de derivativos e o declínio dos bancos puramente comerciais tiveram um impacto parcialmente positivo nas capacidades de financiamento das empresas, mas seu efeito desestabilizador sobre o sistema econômico como um todo foi maior.

De fato, a última crise financeira internacional mostra os riscos de um sistema baseado na desregulação financeira. A difusão dos mecanismos de securitização, estimulada pelo crescimento de uma série de investidores institucionais diferentes, permitiu a diluição de riscos no mercado. Diante dessa oportunidade, as instituições financeiras começaram a aumentar seus níveis de alavancagem, confiando que os mecanismos do mercado seriam capazes de avaliar apropriadamente o nível de riscos assumidos. A crise que teve origem no mercado das hipotecas *subprime* nos Estados Unidos revelou todas as

contradições do processo. A necessidade de ampliar a escala fez com que as instituições financeiras incorporassem os setores de baixa renda ao mercado financeiro, os induzindo a assumir taxas de juros variáveis que os acabaram tragando. O mecanismo de securitização funcionou na prática como um véu diante dos riscos assumidos por essa estratégia, já que permitia que os títulos resultantes do empacotamento de ativos provenientes de títulos hipotecários fossem emitidos por instituições financeiras de grande porte e com classificações favoráveis por parte das agências de classificação de riscos e que fossem comprados por investidores de todo o mundo (DE PAULA, 2014).

A principal falha desses novos mecanismos financeiros foi a tendência a favorecer, diante da falta de regulação apropriada por parte das autoridades públicas, o caráter pró-cíclico ao assumir riscos. Nesse sentido, a ausência de regulação dos mercados financeiros promoveu o surgimento de novos instrumentos que ampliaram a possibilidade de levar a cabo atividades especulativas a uma escala tal que representava um risco sistêmico que não se deveria ter assumido.

Com relação a essa falha, é essencial considerar os aspectos distributivos e de relações de poder que acompanharam esse deslocamento na regulação (PANICO *et al.*, 2013). Portanto, é necessário conferir papel central aos aspectos políticos que a literatura *mainstream* geralmente deixa de lado. Nesse sentido, é preciso considerar que a distribuição da renda entre diferentes grupos sociais depende tanto de forças materiais quanto da capacidade política desses grupos em influir na legislação e na formação de convenções sociais. Esses aspectos são fundamentais para se compreender a crise financeira (PANICO *et al.*, 2013).

Com essas considerações em mente, Panico e seus coautores sugerem que a crise pode ser entendida como uma consequência das tentativas da indústria financeira em aumentar seus lucros independentemente do aumento no risco sistêmico por elas gerado. Para isso, esse setor se interessa em promover a introdução de formas regulatórias que lhe permitam expandir suas atividades. Se a sociedade estivesse comprometida com a estabilidade de seus arranjos distributivos, deveria haver um incentivo à introdução de formas de regulação que não permitissem que o setor financeiro crescesse mais do que o total dos salários (PANICO *et al.*, 2013).

No entanto, os caminhos seguidos para responder à crise não parecem animadores em relação a esse último ponto. Embora haja progressos na regulação prudencial e na resolução de casos de crises de empresas particulares, a capacidade da indústria financeira em afetar as legislações nacionais e os acordos internacionais impõem limites aos aumentos da capacidade regulatória para reduzir os níveis de instabilidade e incerteza no futuro. Crucial nessa falha é a incapacidade política em reestabelecer os poderes discricionais das autoridades públicas sobre a administração de empresas financeiras. Não obstante, reforçar os poderes discricionais das autoridades é vital para evitar que a indústria financeira cresça a

um ritmo maior do que o resto da economia, prevenindo os problemas distributivos e o risco de futuras crises que isso representa (PANICO *et al.*, 2013).

No caso particular das economias de países em desenvolvimento, a relevância do poder público em relação à necessidade de regulação financeira é maior devido às especificidades desses casos. Por um lado, é possível que o sistema financeiro seja funcional em termos operacionais e tecnológicos do ponto de vista microeconômico, mas não do macroeconômico. Isso acontece uma vez que em economias em desenvolvimento — nas quais os mercados financeiros são pouco sofisticados e marcados por altos níveis de risco — as instituições financeiras podem aumentar seus níveis de lucro oferecendo financiamento de curto prazo, sem que isso lhes suponha incentivos para o oferecimento de financiamento em longo prazo para as empresas produtivas. Como consequência, estas últimas se veem obrigadas a se financiarem com créditos de curto prazo, a se autofinanciarem ou a recorrerem ao endividamento externo, o que aumenta seus níveis de fragilidade financeira, podendo, portanto, acarretar maior volatilidade macroeconômica. Por outro lado, nos países em desenvolvimento é mais importante criar condições adequadas para coordenar e sustentar no tempo um maior crescimento econômico e uma distribuição mais justa da renda. Como os instrumentos de financiamento oferecidos pelo mercado financeiro não atendem necessariamente a esses objetivos, existe um maior espaço para um papel mais ativo dos poderes públicos no setor financeiro, a fim de promover uma distribuição mais eficiente da riqueza e da renda (DE PAULA, 2014).

Considerações finais

Sem dúvidas, a crise financeira que estourou em 2008 confrontou a área de estudos da economia com uma série de limitações que precipitaram sua incapacidade de prevê-la. Nesse contexto, houve um consenso sobre a necessidade de reconhecer a centralidade das modificações ocorridas nos mercados financeiros durante as últimas décadas para entender o funcionamento da economia. Desde o *mainstream* dos estudos macroeconômicos, a estratégia seguida foi a inserção do setor financeiro nos modelos anteriormente utilizados. No entanto, isso não implicou reconhecer as limitações das hipóteses comportamentais sobre as quais estes se baseiam, nem dar importância aos aspectos institucionais e distributivos envolvidos na origem da crise.

Frente a isso, os estudos de matiz pós-keynesiana — especialmente aqueles que, partindo das contribuições de Hyman Minsky, colocam o sistema financeiro no centro dos processos econômicos do mundo contemporâneo — oferecem uma alternativa relevante. Por um lado, baseados no processo histórico

de inovação institucional ocorrido no setor financeiro durante as últimas décadas, oferecem uma explicação satisfatória sobre a origem e a evolução das crises financeiras. Por outro, ao colocar no centro de suas preocupações aspectos normativos e distributivos, permitem considerar a importância que a dimensão política adquire no que tange à questão da regulação financeira. Finalmente, ao considerar as particularidades institucionais de cada caso, permitem que se leve em conta as especificidades próprias dos países em desenvolvimento, evitando que se caia na tentação de fazer recomendações de política econômica do tipo *one-size-fits-all*.

§

Referências bibliográficas

- BEKER, V. On the economic crisis and the crisis of economics. *Real-World Economics Review*, v. 56, p. 72-94, 2011. Disponível em: <http://www.paecon.net/PAERreview/issue56/who-le56.pdf>.
- BERNANKE, B. S. On the implications of the financial crisis for economics. In: *Conference co-sponsored by the Bendheim Center for Finance and the Center for Economic Policy Studies*, 24 de setembro de 2010. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100924a.pdf>.
- BLANCHARD, O.; DELLARICCIA, G.; MAURO, P. *Rethinking Macroeconomic Policy*. International Monetary Fund Staff Position Note, janeiro de 2010. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1555117.
- CABALLERO, R. J. Macroeconomics after the crisis: Time to deal with the Pretense-of-Knowledge Syndrome. In: *NBER Working Paper*, n. 16429, 2010. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1683617.
- CARDIM DE CARVALHO, F. J. Is this “It”? Are we witnessing the Great Depression of the 2010s? *Paper prepared for presentation at the conference The World Economy in Crisis – The Return of Keynesianism*, outubro de 2009. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/oldroot/datacenterie/pdfs/seminarios/pesquisa/texto3003.pdf>.
- COLANDER, D. *et al.*, The financial crisis and the systemic failure of academic economics. In: *Kiel Institute for the World Economy Working Paper*, n. 1489, fevereiro de 2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1355882>.
- DAVIDSON, P. Risk and uncertainty. In: SKIDELSKY, R.; WIGSTRÖM, W. *The economic crisis and the state of economics*. Nova Iorque: Palgrave Macmillan, 2010. Cap. 1, p. 13-30.
- DE PAULA, L. F. *Sistema financeiro, bancos e financiamento da economia: uma abordagem keynesiana*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.
- HARCOURT, G. C. The crisis in mainstream economics. *Real-World Economics Review*, v. 53, p. 47-52, 2010. Disponível em: <http://www.paecon.net/PAERreview/issue53/who-le53.pdf>, pp. 47-52.
- KAY, J. 2010. Knowledge in economics. In: SKIDELSKY, R.; WIGSTRÖM, W. *The economic crisis and the state of economics*. Nova Iorque: Palgrave Macmillan, 2010. Cap. 8, p. 91-100.
- KRUGMAN, P. How did economists get it so wrong? In: *The New York Times*, 6 de setembro de 2009. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html?pagewanted=print>.
- MINSKY, H. Can “it” happen again? A reprise. In: *Hyman P. Minsky Archive Paper*, n. 155, 1982. Disponível em: http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/155.
- MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*. New York: McGraw Hill, 2008 [1986].
- PANICO, C. *et al.* The evolution of financial regulation before and after the crisis. In: *Economica*, v. 15, n. 1, 2013.
- ROMER, D. *Advanced macroeconomics*. New York: McGraw-Hill, 2012.
- WHALEN, C. J. Post-keynesian institutionalism after the great recession. In: *Levy Economics Institute of Barnard College Working Paper*, n. 724, maio de 2012.
- WOODFORD, M. Convergence in macroeconomics: Elements of the New Synthesis. In: *American Economic Journal: Macroeconomics*, v.1, n. 1, p. 267-279, 2009.
- _____. Financial intermediation and macroeconomic analysis. In: *Journal of Economic Perspectives*, Outono, v. 24, n. 4, p. 21-44, 2010.

Recebido em 23/03/2015

e aceito em 31/03/2015