

HG 185. R63

2004

Reservado

**UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA**  
**INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO**

**MESTRADO EM: ECONOMIA MONETÁRIA E FINANCEIRA**

**LIBERALIZAÇÃO, CONVENÇÕES E**  
**INSTABILIDADE FINANCEIRA**  
**ALGUMAS NOTAS CRÍTICAS**

**JOÃO PEDRO AMARAL CABOUÇO RODRIGUES**

**Orientador:** Professor Doutor João Ferreira do Amaral

**Júri:** Professor Doutor João Ferreira do Amaral

Prof. Doutor Emanuel Reis Leão

Prof. Doutor Francisco Louçã

Abril 2004

*Para os meus pais e irmã*

*Para a Mónica*

## Resumo

Este trabalho tem como propósito, entre outros, deslindar os contornos do processo histórico de ascensão da finança a um lugar de destaque na definição das dinâmicas do sistema capitalista, destacando os seus principais actores e as suas consequências. Neste âmbito, a multiplicação, desde a década de oitenta, de acidentes e crises financeiras será sublinhada e constituirá um ponto de partida para um esforço de construção de um esquema teórico que permita compreender a instabilidade financeira num sistema capitalista com estruturas financeira liberalizadas.

Este esquema teórico não tem pretensões de originalidade, tratando-se antes de uma revisitação de duas correntes teóricas que procuram aprofundar as análises desenvolvidas por Keynes: a Economia das Convenções e o Pós-Keynesianismo. Dentro destas duas correntes teóricas, as obras de André Orléan – um dos fundadores da economia das convenções – e de Hyman Minsky – que com a sua hipótese da instabilidade financeira se afirmou como um dos mais proeminentes teóricos Pós-Keynesianos – merecerão especial atenção e serão usadas para analisar as dinâmicas que por vezes ocorrem nos mercados financeiros. Estas duas abordagens serão por nós cruzadas para tentarmos compreender a crise financeira asiática de 1997-98.

Palavras-chave: Liberalização Financeira, Neoliberalismo, Convenções, Instabilidade Financeira, Crise Financeira Asiática

## **Abstract**

The present work has as its objective, among others, to reveal the contours of the historical process that has seen the emergence of finance to a prominent place in the definition of the capitalist system dynamics. In this sphere the multiplication of financial accidents and crises will be underlined and will constitute a point of departure to the effort of building a theoretical frame which is able to understand the financial instability of a capitalist system with liberalized financial structures.

This theoretical frame has no pretensions of originality, being instead a revisitation of two theoretical traditions, which seek to deepen the analysis first developed by Keynes: the Economics of Conventions and Post Keynesianism. Inside these two traditions the works of André Orléan – one of the founders of the conventionalist approach – and of Hyman Minsky – which has gained a prominent status with its financial instability hypothesis – will be extensively used to analyse the dynamics that sometimes take place in financial markets. These two approaches will be put together in our effort to understand the Asian financial crises of 1997-98.

**Keywords:** Financial Liberalization, Neoliberalism, Conventions, Financial Instability, Asian Financial Crises.

<b>Índice</b>	<b>Pág.</b>
<b>Lista de Quadros e Figuras</b>	<b>6</b>
<b>Prefácio</b>	<b>7</b>
<b>Agradecimentos</b>	<b>13</b>
<b>Cap.1. – Liberalização e Hegemonia da Finança: Origens, Actores e</b>	<b>15</b>
<b>Consequências</b>	
1.1 Introdução	15
1.2 Origens	17
1.3 Actores	29
1.4 Consequências	35
<b>Cap.2. – Instabilidade e Risco Sistémicos: Entre Keynes e a Economia das</b>	<b>48</b>
<b>Convenções</b>	
2.1 Introdução	48
2.2 Instabilidade e Risco Sistémicos	49
2.3 Incerteza, Liquidez e Especulação	54
2.4 A Convenção Financeira	64
2.5 Convenção e Euforia Financeiras	69
<b>Cap. 3. - Ciclo Económico e Instabilidade Financeira: de Fisher a Minsky</b>	<b>75</b>
3.1 Introdução	75
3.2 A Teoria da Deflação pela Dívida de Fisher	78
3.3 A Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky	83
3.3.1 Introdução	83
3.3.2 Uma Teoria Financeira do Investimento	85
3.3.3 Os Contornos da Fragilidade Financeira	89
3.3.4 O Desenvolvimento Endógeno da Fragilidade Financeira	94

3.3.5 A Crise Financeira e os Meios para a Evitar	97
3.3.6 Liberalização e Instabilidade Financeiras: A análise de Minsky em Economia Aberta	99
<b>Cap. 4. – A Crise Asiática</b>	<b>105</b>
4.1 Introdução	105
4.2 Crescimento e Liberalização Financeira	106
4.3 Convenção e Desenvolvimento Endógeno da Fragilidade Financeira	114
4.4 A Ecloração da Crise	118
4.5 A Interação entre a Dívida e a Deflação em Economias Abertas	120
<b>Conclusões</b>	<b>129</b>
<b>Bibliografia</b>	<b>141</b>

## Lista de Quadros e Figuras

Pág.

Quadro 1.1 – Peso da Transacções Financeiras no PIB	17
Quadro 1.2 – Número de Crises Financeiras	37
Quadro 1.3 – Degradação do Desempenho Económico	41
Quadro 4.1 – Taxa de Crescimento Económico 1970-1996 (% média anual)	106
Quadro 4.2 – Fluxos de Capitais Privados	112
Quadro 4.3 – Dívida Privada Externa de Curto Prazo em Junho de 1997	121
Quadro 4.4 – Movimentos nos Mercados Accionistas e nas Taxas de Câmbio	123
Figura 1.1 – Transacções Diárias nos Mercados Cambiais	20
Figura 1.2 – Activos das Famílias detidos pelos Investidores Institucionais (em % do PIB)	30

## **Prefácio**

“Os especuladores são inofensivos se forem bolhas numa corrente empresarial incessante. Mas as coisas tornam-se preocupantes quando a empresa se transforma em bolhas num turbilhão de especulação. Quando o desenvolvimento do capital de um país se converte num subproduto das actividades de um casino, é provável que o trabalho esteja a ser mal feito” (Keynes, 1973: 159).

Desde a década de setenta que a esmagadora maioria dos países assistiu a um processo de liberalização financeira que se traduziu essencialmente na desregulamentação dos seus sistemas financeiros e no desmantelamento mais ou menos acelerado da generalidade das restrições à circulação de capitais. Uma das características centrais do novo sistema financeiro internacional criado pela liberalização reside nos grandes volumes de activos com um elevado grau de liquidez que são transaccionados em mercados cada vez mais complexos e com um número sempre crescente de instrumentos financeiros cada vez mais sofisticados.

A intensificação da instabilidade financeira, traduzida num aumento significativo do número de crises financeiras, algumas de dimensão internacional, é um dos resultados mais salientes da que foi talvez a maior transformação que a economia mundial conheceu nas últimas décadas. O “turbilhão de especulação” não é um facto natural, mas sim o produto de uma configuração institucional com origens que importa determinar e que parece ter vindo para ficar.

Dai que nos pareça ser necessário um esforço de compreensão, com diferentes níveis de abstracção, que permita a construção de um esquema teórico que dê conta dos seus efeitos. Este trabalho procura oferecer algumas pistas nesse sentido. Fá-lo recorrendo a um conjunto de tradições teóricas ditas heterodoxas – pós-keynesianismo, economia das convenções, economia política radical, escola da regulação. Estamos convencidos que o seu cruzamento pode ser extremamente frutuoso.

Assim, no primeiro capítulo procuraremos seguir Wolfson (1994) que defendeu a ideia de que a compreensão das dinâmicas financeiras do sistema capitalista só poderá ser obtida através de uma abordagem simultaneamente histórica, institucional e dinâmica. Isto quer dizer que o nosso esforço para deslindar os contornos do processo de ascensão da finança a um lugar de destaque na definição das dinâmicas do sistema capitalista focar-se-á nas transformações institucionais ocorridas, entre as décadas de setenta e de noventa, nos sistemas financeiros da generalidade dos países que acarretaram mudanças profundas nas práticas e nas características dos seus principais intervenientes. Neste âmbito, a multiplicação, desde a década de oitenta, de acidentes e crises financeiras será sublinhada. Embora neste capítulo corramos o risco de sermos demasiado descritivos, pensamos que este é um preço que vale a pena pagar se conseguirmos oferecer um quadro realista, mas necessariamente parcelar, da actual fase do capitalismo sob hegemonia da finança, ponto de partida para um esforço, que ocupará os dois capítulos seguintes, de construção de um esquema teórico com um maior nível de abstracção e de generalidade que tem por objectivo explorar as várias vias abertas para a instabilidade financeira, entendida mais como uma tendência do que como um acontecimento específico.

No segundo capítulo abordaremos a especulação e iremos procurar mostrar, na esteira de Keynes, que esta não é um comportamento aberrante, mas sim uma resposta individual racional ao processo de criação de mercados financeiros liberalizados com elevados níveis de liquidez. A influência da liquidez nos comportamentos dos agentes, num contexto de incerteza keynesiana em relação ao futuro, será sublinhada, e a ligação com a evolução dos preços dos activos financeiros e com a sua inerente volatilidade será estabelecida.

Subjacente à nossa análise está a ideia de que qualquer abordagem teórica que queira compreender a alternância de períodos de estabilidade e de instabilidade financeiras numa economia capitalista terá de integrar uma teoria da tomada de decisão individual em contexto de incerteza, o que pressupõe a consideração de como a interacção entre os indivíduos leva à emergência de convenções, e uma compreensão das formas através das quais a estrutura institucional de uma economia constrange, orienta e impele os indivíduos a agir de uma determinada forma. Trata-se então, simultaneamente, de reconhecer a interacção entre os arranjos institucionais de uma economia e a acção individual e a interacção entre as expectativas dos indivíduos em relação a um futuro que é desconhecido e a formação de uma representação colectiva desse mesmo futuro que funciona como uma referência comum para as expectativas de cada agente. A nossa abordagem parte de uma concepção da ontologia social que é muito bem sintetizada por Lawson (1997: 123): “uma rede de interdependências continuamente reproduzidas, estruturada de uma forma complexa, consistindo nas acções humanas, nas estruturas e nos contextos de acção, nenhum dos quais é dado ou fixo e onde cada um pressupõe o outro sem a ele se reduzir”.

A análise da instabilidade financeira não pode ficar circunscrita aos mercados onde se transaccionam activos financeiros. Seguindo Galbraith (1990) é preciso considerar o papel do crédito e a tendência para as crises financeiras serem antecedidas por um processo de acumulação de dívidas por parte dos agentes económicos. No terceiro capítulo abordaremos os contributos de Irving Fisher – teoria da deflação através da dívida – e de Hyman Minsky – hipótese da instabilidade financeira – que nos parecem cruciais para perceber estas dinâmicas cíclicas.

A abordagem pós-keynesiana de Minsky será particularmente explorada. Esta é baseada no reconhecimento da endogeneidade da formação das expectativas dos agentes que intervêm do lado da oferta e da procura de crédito. Esta endogeneidade das expectativas resulta da incerteza fundamental que rodeia o perfil presente e futuro da rentabilidade e do risco dos projectos de investimento em activos financeiros e de capital. Neste contexto, os agentes são influenciados por convenções na sua tomada de decisão. Partindo da ideia, defendida no capítulo 2, de que a sabedoria convencional não é estática, importa reconhecer que ao longo de um ciclo económico a avaliação do que é um investimento razoável é modificada. Os efeitos conjugados da pressão induzida pela concorrência e pela modificação das expectativas fazem com que os agentes de ambos os lados do mercado tenham tendência para participar em actividades cada vez mais arriscadas. Esse aventureirismo cíclico tende a ser cumulativo e pode ser reforçado por modificações na estrutura da economia, desencadeadas, por exemplo, por um processo de liberalização financeira. Assim, à medida que as expectativas de lucro inicialmente pouco ambiciosas tendem a ser corroboradas ao longo do tempo, as expectativas tendem a tornar-se mais optimistas, os agentes tendem a ter cada vez mais confiança nas suas projecções e a reduzir as suas margens de segurança. Uma manifestação concreta dessas

dinâmicas é a tendência para os padrões de financiamento se tornarem mais precários ao longo do ciclo com os agentes a deslocarem-se para posições especulativas, ou seja, para o financiamento a curto prazo de projectos de investimento a longo prazo e para a aquisição de activos nos mercados financeiros. Este padrão torna os agentes vulneráveis à disponibilidade do crédito e a choques adversos nas taxas de juro. No fundo, o sistema torna-se crescentemente frágil. A crise financeira sobrevem quando uma qualquer conjugação de acontecimentos fortuitos provoca uma súbita e dramática revisão das expectativas dos agentes e um estilhaçar da convenção que havia suportado a anterior situação.

A crise financeira está associada a uma necessidade urgente, rapidamente transformada em pânico, de liquidez. A procura generalizada de liquidez para fazer aos compromissos assumidos conduz a uma queda dos preços dos activos. O colapso dos preços dos activos, as restrições de crédito fruto da reavaliação do risco de crédito e a consequente queda do investimento e dos lucros podem gerar um processo deflacionário à Fisher.

No quarto capítulo, pretendemos cruzar as abordagens teóricas desenvolvidas nos dois capítulos anteriores, demonstrando a sua capacidade para interpretar o percurso das economias do leste asiático durante a década de noventa que culminaria, em 1997 e 1998, na que foi, desde a década de trinta do século passado, provavelmente a maior crise financeira, envolvendo simultaneamente um intenso processo de deflação através da dívida, com quedas acentuadas dos preços, nomeadamente dos preços dos activos financeiros, crises cambiais e bancárias profundamente agravadas por uma resposta pré-keynesiana induzida pelo FMI. Para atingir este propósito será necessário realizar uma breve contextualização que forneça algumas indicações sobre as economias em questão.

Particularmente destacado será o processo de liberalização financeira, encetado por estas economias a partir do início da década de noventa

No final, juntamente com as conclusões, são apontadas algumas linhas de investigação futura que poderão colmatar várias das omissões e das dificuldades por nós sentidas.

## Agradecimentos

Embora a investigação e redacção de uma tese sejam actividades que decorrem num relativo isolamento, acumulam-se inevitavelmente, ao longo de um ciclo de trabalho como este, um conjunto de dívidas que nunca poderei pagar. O mínimo que posso fazer é reconhecer alguns dos meus credores:

- Prof. Dr. João Ferreira do Amaral que gentilmente aceitou orientar esta tese e que desde as saudosas aulas de Política Económica e Planeamento é para mim o exemplo da seriedade e do rigor científicos de que obviamente muito beneficiei durante este ano de trabalho;
- Dinâmia (Centro de Estudos sobre a Mudança Socioeconómica) onde tenho trabalhado nos últimos dois anos e que constitui o exemplo de um esforço colectivo para criar as condições institucionais para uma investigação plural, num ambiente extremamente caloroso e estimulante de que muito tenho usufruído. Para além disso, o apoio concedido para uma deslocação a uma Escola de Verão no ano 2002 foi de uma generosidade que não estou certo de conseguir retribuir.
- Toda a equipa do projecto NORMEC (Helena Lopes, José Maria Castro Caldas, Ana Costa, Ana Santos, Luís Francisco, João Leão, Ricardo Mamede e Zé Guilherme) com quem tenho tido o privilégio de trabalhar. Embora numa área muito distinta, todo o trabalho realizado foi de múltiplas formas útil para esta tese. Em especial quero agradecer à Helena Lopes e ao José Maria pela criação das condições que me permitiram conciliar o mestrado com a investigação neste

projecto colectivo que estou certo irá ter desenvolvimentos extremamente frutuoso;

- Ilene Grabel e Martin Wolfson que em momentos decisivos me facultaram artigos que muito influenciaram as minhas reflexões;
- Os participantes da Escola de Verão sobre Pós-Keynesianismo que decorreu em Julho de 2002, em Kansas City, e que foram decisivos para o curso que a tese acabou por seguir;
- Os meus colegas de mestrado, prova de que a solidariedade pode superar todas as adversidades e contratempos.

Obviamente que eu transporto sozinho o fardo dos erros e das omissões que possam existir neste trabalho. Por eles, assim como pelas toscas traduções das citações aqui feitas, sou o único responsável.

## **Capítulo 1**

### **Liberalização e Hegemonia da Finança: origens, actores e consequências**

“O neoliberalismo é a expressão ideológica da reafirmação do poder da finança”  
(Duménil e Lévy, 2001: 578).

#### **1.1 Introdução**

Procuraremos neste capítulo discernir as origens da actual configuração financeira da economia mundial, caracterizar os seus principais agentes e apontar alguns dos seus principais efeitos na dinâmica das economias capitalistas.

O capitalismo pode ser genericamente definido como um sistema historicamente determinado, fundado sobre a propriedade privada dos meios de produção e marcado pela subordinação das operações do capital à dupla finalidade da sua autovalorização e reprodução. No entanto, esta caracterização geral não pode impedir a constatação de que o sistema conheceu, ao longo da sua história, formas de funcionamento diversas, mais ou menos estáveis e duradouras. A escola francesa da regulação forjou os conceitos de regime de acumulação e de regulação para traduzir a ideia de que “o imperativo e a lógica da acumulação podem tomar formas diversas cujas consequências, em termos de

dinâmica económica e de configuração social estão longe de ser equivalentes” (Boyer, 1987: 22), no quadro de um processo de adaptação da produção a uma configuração dada das relações sociais e das formas institucionais.

Assim, e um pouco esquematicamente, um determinado regime de acumulação capitalista pode ser caracterizado por cinco formas institucionais que lhe dão o seu carácter historicamente específico: regime financeiro, relação salarial, formas assumidas pela concorrência, natureza e papel do Estado e articulação com o regime internacional

Falar de um regime de acumulação dominado pela finança permite-nos discernir aquele que é talvez o desenvolvimento mais importante ocorrido na economia mundial a partir da década de setenta: o espectacular crescimento das transacções financeiras (Quadro 1.1) e a importância adquirida pelas instituições financeiras não bancárias que centralizam, como iremos ver, uma parte muito significativa do capital exercendo uma forte preferência pela liquidez ao procurar valorizá-lo. De acordo com Orléan (1999: 195), “as economias contemporâneas têm como características centrais terem elevado o poder financeiro a um nível jamais alcançado e terem-no colocado no centro do seu regime de acumulação”. De notar que estas transformações coincidem com o processo de globalização que na sua dimensão financeira tem no capital financeiro altamente concentrado um dos seus principais agentes.

### Quadro 1.1 – Peso das Transacções Financeiras no PIB

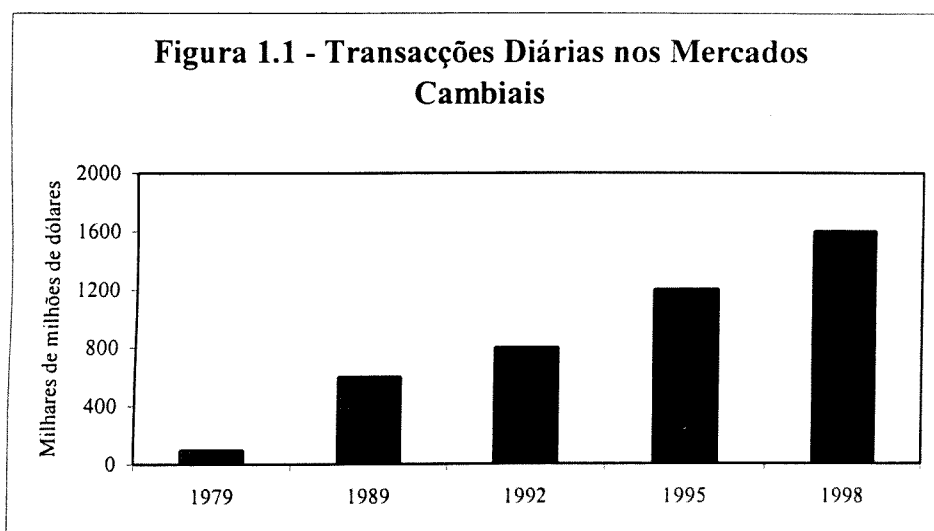
	1970	1975	1980	1985	1990	1996
Estados Unidos	2.8	4.2	9.0	35.1	89	151.5
Japão		1.5	7.7	63.0	120	82.8
Alemanha	3.3	5.1	7.5	33.4	57.3	196.8
França			8.4	21.4	53.6	229.2
Itália		0.9	1.1	4	26.6	435.4
Reino Unido				367.5	690.1	
Canadá	5.7	3.3	9.6	26.7	64.4	234.8

Fonte: Castells (2000)

## 1.2 Origens

Quando se fala de globalização económica convém notar, na linha de Adda (1997), que se há domínio em que o capitalismo conseguiu libertar-se dos constrangimentos e restrições do tempo e do espaço esse domínio é o da finança. Para o capital, sob a forma financeira, o mundo funciona tendencialmente como uma unidade operativa única, como um mercado global de capitais. No entanto, há que reconhecer, por um lado, que o mercado financeiro internacional é extremamente hierarquizado e diferenciado, com perto de 60% das transacções financeiras a efectuarem-se entre cinco praças financeiras localizadas nos três pólos dominantes da economia mundial (EUA, Japão e União Europeia), e por outro, que o sistema financeiro dos EUA é indiscutivelmente hegemónico em virtude do papel do dólar, da dimensão dos seus mercados obrigacionista e accionista e do seu papel pioneiro nesta área. Para além disso, a unidade dos mercados financeiros internacionais não surge espontaneamente, sendo assegurada pelas decisões de investimento dos grandes operadores. Os principais actores nos mercados financeiros

relativos das moedas a estar decisivamente dependentes das acções dos operadores financeiros internacionais, o que fez com que o mercado cambial tenha sido o primeiro compartimento a entrar no processo de globalização financeira. O mercado de divisas representava em 1980, de acordo com um estudo da McKinsey (citado em Plihon, 1996), cerca de 43% do total dos activos financeiros a nível mundial. Não é por acaso que o início do crescimento explosivo dos fluxos de capitais (Figura 1.1) coincide com o colapso do sistema de taxas de câmbio fixas de *Bretton Woods* (Eatwell, 1996).



Fonte: Grahl (2001)

De facto, o sistema de câmbios flexíveis, em vigor a partir de então, estimulou os fluxos de capitais ao gerar amplas oportunidades para a realização de lucros especulativos nos mercados cambiais, criando simultaneamente uma pressão para a liberalização das estruturas de regulação dos fluxos de capitais.

A instabilidade das taxas de câmbio, à qual se junta nessa altura a instabilidade das taxas de juro, originou uma necessidade de cobertura por parte dos agentes económicos face aos riscos associados, o que não só reforçou as tendências para a desregulamentação, mas também deu origem a uma vaga de inovações financeiras que deveriam permitir uma transferência dos riscos acrescidos. Não é por isso de estranhar que os instrumentos derivados tenham conhecido, desde aí, uma grande expansão na sua escala e variedade<sup>1</sup>.

A segunda etapa (1979-1986) é marcada pelas medidas de abolição do controlo do movimento de capitais implementadas, em primeiro lugar, no Reino Unido pelo governo conservador de Margaret Thatcher em 1979, rapidamente seguido pelos EUA. Tais medidas faziam parte de um processo mais amplo de desregulamentação e liberalização monetária e financeira que, na década de oitenta e princípios da década de 90, constituiu para a generalidade dos governos aquilo que Sartre designou, noutra contexto, por “ideologia intransponível do nosso tempo”.

Esta segunda etapa é também marcada pela mudança radical de curso da política monetária nos EUA logo em 1979, com o brutal aumento das taxas de juro. Para Doménique e Lévy (2000), este é um momento charneira em que o combate à inflação, que erodia os rendimentos e o património da finança, se torna a prioridade das políticas públicas, inaugurando um período de quase duas décadas em que as taxas de juro reais atingiram níveis sem precedentes históricos.

---

<sup>1</sup> “O crescimento dos mercados de produtos derivados faz parte do processo de liberalização. Num mundo de taxas fixas e de controlos de capitais, os derivados teriam um papel bem mais pequeno do que aquele

Nesta fase, foi particularmente importante a criação nos EUA de um mercado obrigacionista liberalizado que permitiu ao governo aplicar as obrigações do Tesouro e outros títulos da dívida pública por adjudicação, criando-se igualmente um mercado secundário bastante dinâmico e com um elevado grau de liquidez. A generalização do que Plihon (1996) designa de “titularização” da dívida pública, ou seja, a criação de mercados de títulos da dívida pública com elevados níveis de liquidez, constitui um momento charneira uma vez que estes títulos, pela sua estabilidade e segurança, são, de acordo com Montgomery (1994), o sustentáculo dos mercados de títulos mundiais. A titularização da dívida pública que é desencadeada no início da década de oitenta pelos EUA também contribuiu, na opinião de Chesnais (1996: 15), para que a economia mundial entrasse na “era das taxas de juro reais positivas, ao colocar a determinação das taxas de juro de longo prazo nas mãos dos investidores financeiros”. Este sistema possibilitou então aos investidores o acesso a mercados que combinavam uma elevada liquidez, rendimentos seguros e extremamente generosos, num contexto de taxas de juro reais elevadas, gerando a acumulação de activos financeiros importantes detidos sobretudo por instituições financeiras não bancárias, dando um impulso poderoso para que estas adquirissem a dimensão que hoje detêm.

Isto foi tanto mais assim na medida em que este processo se estendeu à generalidade dos países num período muito curto de tempo, uma vez que, com o aumento dos défices e do peso da dívida, os tesouros públicos nacionais já não podiam contar exclusivamente com as poupanças nacionais, tendo que apelar aos investidores estrangeiros, em particular aos

---

que têm hoje. É claramente verdade que a liberalização gerou os derivados. É igualmente verdade que as oscilações das taxas e a liberalização criaram a procura de derivados” (Eatwell 1996: 18).

investidores internacionais. Foi em parte por isso que as autoridades públicas reformaram e abriram os sistemas financeiros nacionais. No fundo, as brutais necessidades de financiamento dos Estados desenvolvidos, em grande medida provocadas pelo aumento das taxas de juro, colocaram-nos na dependência dos credores, dando origem ao que Fitoussi (1997) designa, de uma forma arrojada, por “ditadura dos credores”, termo que nos remete para os impactos políticos e sociais desta situação.

A titularização da dívida pública é acompanhada por um uso crescente de títulos, que se inicia nesta fase e que se aprofunda na década de noventa, nomeadamente obrigações e papel comercial, por parte das empresas como meio de financiamento das suas actividades, em detrimento das formas tradicionais de crédito bancário. O processo de desintermediação financeira associado à titularização dos créditos<sup>2</sup> pode ser medido, de acordo com Edey e Hviding (1995), pelo crescimento e aumento da liquidez dos mercados obrigacionistas, mas também pelo aumento da percentagem dos rendimentos obtidos pelas instituições bancárias com comissões (em grande medida resultantes de operações de emissão de títulos e da prestação de novos serviços financeiros) e com as chamadas operações ditas fora do balanço. De facto, as instituições bancárias, crescentemente pressionadas por um aumento da concorrência por parte dos investidores institucionais, foram obrigadas a diversificar as suas actividades sobretudo para

---

<sup>2</sup> A expressão titularização (*securitization*) remete-nos para dois desenvolvimentos paralelos: (1) O processo através do qual os instrumentos tradicionais de dívida resultantes da intermediação financeira – empréstimos e hipotecas, por exemplo – são convertidos em títulos negociáveis; (2) O desenvolvimento de mercados para uma variedade de instrumentos, que substituem os empréstimos bancários como fonte principal de financiamento (Davis e Steil, 2001). É sobretudo neste último sentido que usamos a expressão com o intuito de descrever o processo de desintermediação financeira

operações mais arriscadas e que dominavam mal (Hallary, 2000). Não é assim de estranhar que se tenha assistido nos países onde este processo foi mais intenso a um aumento das crises e das falências bancárias nos anos oitenta e noventa<sup>3</sup>.

A actividade das instituições bancárias foi também profundamente modificada pelo fim generalizado do controlo governamental das taxas de juro, pela abolição das restrições quantitativas sobre o crédito e sobre os investimentos realizados pelos bancos e pela remoção das barreiras institucionais e geográficas entre os bancos, outras instituições financeiras e os investidores institucionais (Saint-Étienne, 1998). Esta desregulamentação e descompartimentação, que culminou nos EUA com o fim da tradicional distinção entre bancos comerciais e de investimento, foram em grande medida impulsionadas pelas próprias instituições bancárias pressionadas pela erosão das suas margens de intermediação financeira. Crescentemente envolvidas nos mercados financeiros tornaram-se actores maiores da espiral de inovação financeira que se tem verificado na finança desde há trinta anos e que vem contribuindo para que se esbata a tradicional distinção entre instituições financeiras bancárias e não bancárias (Davis e Steil, 2001).

---

<sup>3</sup> Aglietta (1995), procurou mostrar como, no caso do crédito, o aumento da concorrência entre os bancos, conjugada com a sua erosão como fonte principal de financiamento da economia devido à desintermediação financeira, conduziram a um aumento do risco. A explicação avançada reside no facto do aumento da concorrência não incentivar o controlo, por parte dos bancos, da qualidade dos empréstimos que concedem. Isto acontece porque a monitorização dos créditos, para além dos custos elevados que acarreta, exige uma relação continuada e exclusiva entre credores e devedores que o aumento da concorrência não privilegia. Aglietta e Brender (1991), designam por miopia intrínseca a atitude segundo a qual os bancos renunciam a investir recursos adequados no conhecimento dos riscos dos seus devedores, associando-a ao aumento da vulnerabilidade das instituições financeiras.

Finalmente, a terceira etapa inicia-se na segunda metade da década de oitenta, mais precisamente em 1987, com o denominado *big bang* da *City* de Londres que se estendeu de seguida à generalidade das praças financeiras e que consistiu na liberalização e desregulamentação dos mercados accionistas. A terceira etapa compreende ainda a generalização deste processo a zonas que ainda não lhe estavam sujeitas como é o caso de alguns países da Ásia, da América Latina – os chamados mercados emergentes – e da Europa. Assim, por exemplo, em 1985, a Nova Zelândia e Austrália aboliram o controlo de capitais, a União Europeia comprometeu-se, em 1988, a abolir os controlos internos de capitais em dois anos, tendo-o alcançado em 1992 com a constituição do mercado único europeu. Os países escandinavos – Finlândia, Noruega e Suécia – fizeram o mesmo em 1990.

Este processo de liberalização financeira que esquematicamente dividimos em três etapas generalizou-se, com diversas particularidades e a diversos ritmos, a praticamente todos os países que “contam” no roteiro financeiro internacional. Williamson e Mahar (1998) procuram sistematizá-lo destacando seis dimensões: (1) eliminação dos controlos de crédito; (2) desregulamentação das taxas de juro; (3) acesso sem restrições ao sector financeiro em geral e ao sector bancário em particular; (4) autonomia bancária apenas restringida por uma regulação e supervisão públicas de natureza prudencial; (5) propriedade privada dos bancos; (6) Liberalização dos fluxos internacionais de capitais.

Estas transformações, iniciadas na década de setenta, contribuíram para a criação de uma fase do capitalismo em que o papel do capital financeiro é preponderante. O papel dos

poderes públicos neste processo é por de mais evidente e não pode deixar de ser enfatizado. Em primeiro lugar, e seguindo Helleiner (1995), os Estados criaram as condições politico-institucionais para expansão dos mercados financeiros não só através do processo de liberalização financeira, mas também através da criação de mercados de títulos da dívida pública, ponto que o autor acima aludido não destaca, mas que nos parece crucial (Rodrigues e Carvalho, 2001). Em segundo lugar, os Estados e as instituições supranacionais conseguiram pelo menos até agora assegurar, através de acções de “credor de última instância” e de actividades de supervisão, que os episódios de crise e de instabilidade financeiras que, como iremos ver, se multiplicaram neste período, fossem circunscritos sectorialmente ou geograficamente, não pondo em causa os alicerces da ordem financeira emergente.

Uma questão que nos parece crucial reside na compreensão das razões que deram a este processo de liberalização financeira o carácter de aparente irreversibilidade que adquiriu. Assim, os chamados 3 D's da liberalização financeira – desintermediação, desregulamentação e descompartimentação – que foram os motores do processo de globalização financeira e da passagem de um regime de finança administrada para um regime financeiro liberalizado à escala mundial testemunharam, de acordo com Adda (1997: 150): “a retirada em ordem dispersa dos Estados diante do poder da dinâmica de integração financeira (...) Sem poderem lutar contra a enorme massa de capitais especulativos que circulavam nos mercados mundiais, os Estados resignaram-se, uns após outros, a coexistir com esta nova realidade, criando condições de manter ou atrair os capitais.”

Esta citação reflecte os constrangimentos de uma dinâmica competitiva de desregulamentação financeira a que a generalidade dos Estados não teve outra alternativa senão aderir sob risco de assistirem a fugas maciças de capitais, num quadro em que os operadores financeiros exibem uma grande sensibilidade às diferenças de regulamentação entre os centros financeiros. No entanto, isto não nos pode fazer esquecer que os Estados que estruturam a economia mundial exibem assinaláveis assimetrias de desenvolvimento e de poder, o que faz com que detenham diferentes margens de autonomia neste processo. Quer isto dizer que se nas economias periféricas e semi-periféricas o elemento de liberalização sob coacção tem alguma força, o mesmo já não se passa nos Estados centrais, nomeadamente nos EUA e talvez em menor grau na Grã-Bretanha, pioneiros no processo de liberalização e onde cremos que a decisão de liberalizar o sistema financeiro obedeceu a uma lógica diferente. Helleiner (1995: 335) sublinha este ponto quando afirma:

O forte apoio dado pelos EUA e pela Grã-Bretanha à globalização financeira foi em larga medida o produto dos seus interesses 'hegemónicos' na finança internacional (...) Os EUA encorajaram explicitamente a criação de uma ordem financeira aberta e liberal como meio para explorar a sua posição hegemónica nessa ordem, posição que resultou da centralidade do dólar, das suas instituições financeiras e dos seus mercados (...) os EUA viram que a sua posição hegemónica na ordem financeira global podia ser usada para financiar os seus défices fiscal e da balança corrente.

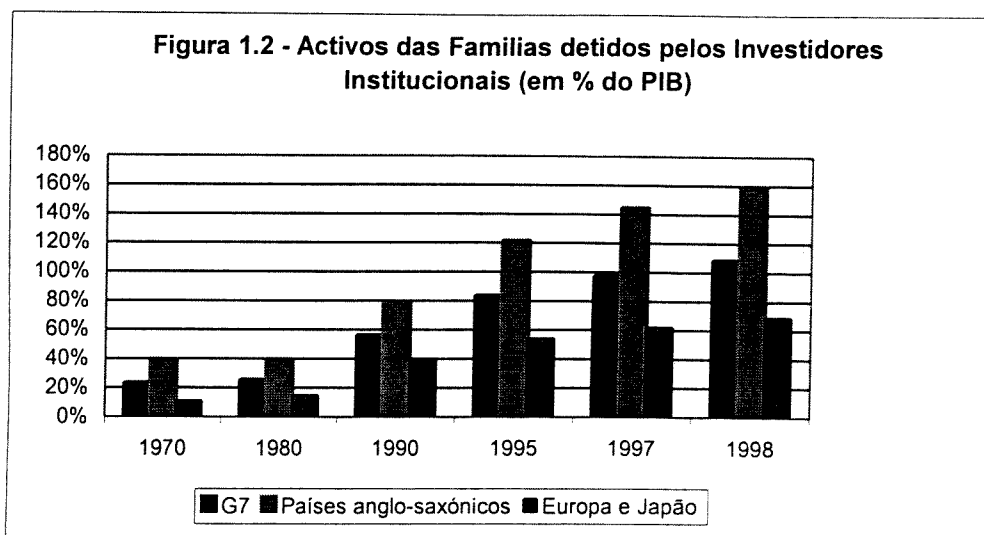
A apreciação dos interesses hegemónicos dos EUA deve ser complementada com a consideração da ascensão do neoliberalismo como corrente teórica dominante não só nos países centrais, mas também um pouco por todo o lado. De facto, foi o neoliberalismo que forneceu a justificação teórica para este processo de profundas transformações nos

sistemas financeiros nacionais e internacional que acabamos brevemente de descrever. Inspirados, entre outros, por Hayek e Friedman, transformaram em ‘senso comum da época’ a ideia de que as forças de mercado, mais do que qualquer outro arranjo institucional, poderiam promover um aumento da poupança e uma afectação mais eficiente do capital que conduzissem a um maior investimento e a maiores níveis de crescimento económico. Uns dos focos centrais de crítica foram os controlos dos movimentos de capitais, praticamente abolidos até à década de noventa. Rejeitando a tese de Keynes (citado em Helleiner, 1995: 318), que tinha servido de esteio ao sistema de Bretton-Woods, de que “as deslocações maciças e altamente caprichosas de fundos de curto prazo constituíram a principal fonte de perturbações do sistema financeiro internacional”, os neoliberais advogaram as virtudes do sistema de câmbios flexíveis e viram correctamente que alondorar os mercados financeiros a um lugar proeminente na definição das dinâmicas do sistema capitalista, num quadro de livre circulação de capitais, era a melhor forma de minar as políticas keynesianas e o Estado-Providência, substituindo-as por políticas sociais, fiscais e monetárias mais ‘equilibradas’ e conservadoras. Esta agenda teve um grande impulso em parte porque coincidiu com os interesses das empresas transnacionais e sobretudo com os dos novos actores financeiros, ambos cada vez mais inclinados a ver a economia mundial como uma entidade operativa única (Crotty, 2001).

### 1.3 Actores

As instituições financeiras ditas não bancárias (uma vez que não têm qualquer responsabilidade na criação de crédito), mais do que os grandes grupos industriais, são os actores mais poderosos da actual fase do capitalismo (Chesnais 2000). Apodados de investidores institucionais englobam as companhias de seguros, as sociedades financeiras de investimento colectivo – também conhecidas pela designação de fundos de investimento ou *mutual funds* – que são muitas vezes filiais dos grandes bancos e das companhias de seguros, os fundos especulativos ou *hedge funds* e os fundos de pensões.

O seu crescimento exponencial coincide com o processo da ascensão da finança de mercado que acima descrevemos (Figura 1.2). De facto, e se nos concentrarmos apenas nos EUA, país onde este processo foi levado mais longe, verificamos que, entre 1970 e 1994, os fundos de pensões conheceram um crescimento de cerca de 2000% e os *mutual funds* de cerca de 3000%, detendo conjuntamente em 1996 cerca de 57,2% de todas as acções, o que contrasta com os cerca de 31% detidos em 1952 (Orléan, 1999). Segundo Crotty (2001), vários factores contribuíram para o seu crescimento: (a) o progresso técnico nas tecnologias do processamento de informação que permitiu a realização de um maior volume de negócios; (b) o declínio acentuado das comissões cobradas pela transacção de acções; (c) a liberalização das regulações que pesavam sobre a composição das carteiras de activos dos investidores institucionais, nomeadamente dos fundos de pensões.



Fonte: Davis e Steil (2001)

Para além da sua dimensão, um dos aspectos mais salientes dos investidores institucionais, sobretudo de matriz anglo-saxónica, é a sua crescente internacionalização. São eles os responsáveis pelo facto das práticas de gestão, a que abaixo aludiremos, e das formas de avaliação e de controlo típicas dos mercados financeiros norte-americanos tenderem aparentemente a estruturar o espaço internacional.

Dentro dos chamados investidores institucionais, os fundos de pensões são os mais importantes, detendo activos que representavam em 1995, de acordo com Farnetti (1998), cerca de 60% do PIB norte-americano e cerca de 50% dos activos detidos por todos os investidores institucionais. A sua dimensão resulta essencialmente do facto de centralizarem os fundos resultantes das cotizações patronais e da poupança realizada pelos assalariados no quadro dos sistemas de reforma por capitalização característicos dos EUA, o mesmo se passando no Reino Unido. Existem dois grandes tipos de fundos de pensões: (a) os fundos de pensões de prestação definida em que o montante da reforma é garantido *ex ante*, sendo que o risco financeiro é suportado pelo fundo e pela entidade

empregadora, que verá as suas contribuições aumentarem ou diminuir de acordo com as dinâmicas dos mercados financeiros; (b) os fundos de pensões de contribuição definida em que só as contribuições do assalariado para o fundo são definidas *ex ante*, estando o montante da reforma dependente da rendibilidade obtida pelos investimentos efectuados nos mercados financeiros, o que faz com que o risco seja inteiramente suportado pelo assalariado. Verificou-se, devido à pressão das empresas e às modificações da regulação, um aumento dos fundos de pensões de contribuição definida. Segundo Baudru et al (2001), enquanto que os fundos de pensões a prestação definida tendem a ter uma política tendencialmente assente sobre a minimização dos riscos, privilegiando os investimentos obrigacionistas e apresentando uma taxa de rotação dos activos inferior, os fundos de pensões a contribuições definidas tendem a adoptar estratégias mais arriscadas, privilegiando os investimentos accionistas, tentando ultrapassar o mercado no curto prazo.

Os fundos de pensões podem gerir directamente os seus activos ou delegar esta tarefa a instituições exteriores ao fundo, os chamados *money managers* (bancos, fundos de investimento...). No entanto, a fim de manterem o controlo sobre esses gestores existe uma avaliação regular e de curto prazo da sua performance que tem como referência o desempenho médio do mercado, o que num quadro de um sistema fortemente concorrencial tende a fortalecer os comportamentos miméticos com consequências potencialmente desestabilizadoras.

A dimensão atingida pelos investidores institucionais, sobretudo pelos fundos de pensões que acabamos de descrever, não foi neutra tendo profundas consequências sobre a gestão das empresas que importa, ainda que com alguma brevidade, analisar.

O chamado governo da empresa (*corporate governance*) traduz, segundo Nikonoff (2000), a acção dos grandes fundos de pensões. O seu objectivo é claro: maximizar a riqueza dos accionistas valorizando ao máximo o preço das suas acções e aumentando os dividendos distribuídos. Para Orléan (1999: 215) “o governo da empresa forma o núcleo duro do regime de acumulação (...) dito ‘financiarizado’ porque coloca no seu centro a convenção financeira de avaliação”.

A *corporate governance* traduz-se na ideia de que é possível através da definição de um conjunto de princípios e da implementação de um conjunto de regras e de procedimentos reorganizar a repartição de poderes entre os diversos intervenientes na empresa – accionistas, gestores e assalariados – de forma a assegurar a primazia dos interesses que são específicos dos primeiros. A redução das assimetrias de informação entre os gestores e os accionistas e o alinhamento dos interesses dos primeiros com os dos segundos é suposto conseguirem-se, de acordo com Plihon (2000), através do cumprimento dos seguintes critérios: (a) a informação fornecida aos accionistas deve ser regular, clara e estandardizada de forma a facilitar a comparação entre as performances das diversas empresas; (b) deve ser respeitado o princípio de “uma acção, uma voz, um voto” o que implica a implementação de uma série de medidas que protejam os interesses dos accionistas minoritários; (c) o *Board*, que tem como principal função monitorizar os

gestores, deve ser eleito anualmente pelos accionistas e os seus membros devem ser maioritariamente “independentes”, ou seja, sem ligação à empresa ou aos seus dirigentes; (d) não devem existir medidas anti-OPA de forma a que os mercados financeiros possam funcionar como uma espécie de controlo externo do desempenho da empresa; (e) os gestores devem ser remunerados através de formas que os incitem a maximizar o valor das acções da empresa, como é o caso das *stock-options*.

O poder dos investidores institucionais, sobretudo dos fundos de pensões, não deriva do facto de deterem a maioria dos activos das empresas onde investem uma vez que, pelo menos nos EUA, nem sequer podem deter mais do que 5% das acções de uma empresa. Na maioria dos casos nem sequer têm qualquer conhecimento específico das empresas que constam das suas diversificadas e rapidamente negociáveis carteiras de títulos, o que apenas reflecte o facto do primado da liquidez comandar as estratégias de valorização dos activos que detêm (Orléan, 1999).

A sua influência advém do poder que os mercados financeiros detêm de avaliar publicamente a gestão das empresas (Aglietta e Bretton, 2001). O processo de avaliação é permanentemente escrutinado pela comunidade dos investidores que se abstrai das especificidades da empresa em causa focando a sua atenção num conjunto de indicadores de performance e de rentabilidade estandardizados e por isso facilmente comparáveis que as empresas são obrigadas a facultar como parte de um conjunto de regras e de procedimentos associados à *corporate governance*. Em última instância, os fundos retiram o seu poder sobretudo da ameaça que fazem pender sobre as empresas de a qualquer momento poderem retirar os seus capitais (a chamada *Wall-Street Walk*).

Existem uma série de indicadores de rentabilidade que se popularizaram entre a comunidade dos investidores institucionais. Um dos mais populares é o EVA (*Economic Value Added*) que se define como o resultado económico da empresa depois da remuneração do conjunto dos capitais investidos. Um EVA positivo significa que a empresa conseguiu criar valor para os seus accionistas. Demonstrando que a *corporate governance* é em última instância uma forma dos investidores institucionais captarem uma parte crescente do valor acrescentado gerado pelas actividades da empresa, indicadores de rentabilidade, como o EVA ou o ROE (*return on equity*, ou seja, a rentabilidade dos capitais próprios), servem também, de acordo com Baudru e Morin (1999: 152), para “submeter a performance económica da empresa a uma exigência colocada *ex ante* de remuneração financeira (...) permitindo [aos investidores institucionais] transferir para a empresa o risco associado à sua política de investimento”.

A *corporate governance* instituída pelos grandes fundos de pensões tem levado as empresas a pôr em prática um conjunto de políticas que se destinam a criar valor para os accionistas (o chamado *shareholder value*), ou seja a aumentar a sua rentabilidade bolsista: (a) recentragem nas “competências-chave” da empresa; (b) processos de fusões e de aquisições; (c) reestruturações internas (o famoso *downsizing*); (d) recompras de acções da própria empresa com o intuito de fazer aumentar a sua cotação.

Assim, quando se fala de financiarização da gestão das empresas fala-se da subordinação de todas as suas actividades às exigências de rentabilidade financeira impostas pelos investidores institucionais, que se traduzem na prioridade absoluta dada à obtenção de

uma rentabilidade dos capitais elevada, estável e uniforme na ordem dos 12% a 15% (Artus e Debonneuil, 1999). No entanto, os objectivos dos investidores institucionais não parecem sustentáveis. Num estudo de empresas britânicas Froud et al (2000) descobriram que só uma pequena minoria de empresas que havia conseguido alcançar os objectivos impostos pelos mercados financeiros e que esta estava concentrada em mercados com estruturas oligopolísticas, o que os leva a concluir que “a financiarização não é um projecto coerente para a gestão das empresas” (Froud et al 2000: 106).

Mesmo que não seja um projecto coerente a *corporate governance* assinala a emergência de novos arranjos institucionais no modo de funcionamento do capitalismo que se destinam fundamentalmente a garantir a apropriação, por parte do que Chesnais (2000b) designa por sectores rentistas activos, de uma percentagem crescente dos lucros sob a forma de dividendos e de ganhos de capital associados à maximização do valor de mercado das empresas.

## **1.4 Consequências**

Desde a década de setenta que a esmagadora maioria dos países assistiu a um processo de liberalização financeira que se traduziu essencialmente na desregulamentação dos seus sistemas financeiros e no desmantelamento mais ou menos acelerado da generalidade das restrições à circulação de capitais. Uma das características centrais do novo sistema financeiro internacional criado pela liberalização financeira reside nos grandes volumes

de activos com um elevado grau de liquidez que são transaccionados em mercados financeiros cada vez mais complexos e com um número sempre crescente de instrumentos financeiros cada vez mais sofisticados (Eatwell e Taylor, 2000).

A intensificação da instabilidade financeira, traduzida num aumento significativo do número de crises financeiras<sup>4</sup>, algumas de dimensão internacional, é um dos resultados mais salientes da abundante literatura que tem procurado avaliar as consequências da que foi talvez a maior transformação que a economia mundial conheceu nas últimas décadas.

As próprias instituições financeiras internacionais – Banco Mundial (BM) e Fundo Monetário Internacional (FMI) – que foram nas décadas de oitenta e de noventa do século passado das principais promotoras dos processos de liberalização financeira<sup>5</sup>, têm vindo a reconhecer que as “crises financeiras se tornaram mais frequentes desde o início dos anos oitenta” e que isto “tem sido associado ao aumento dos fluxos internacionais de capitais – especialmente fluxos privados – para os países em desenvolvimento e à crescente

---

<sup>4</sup> Geralmente nos estudos que iremos referir as crises financeiras podem ser de três tipos: (1) crises cambiais identificadas por uma queda acentuada da taxa de câmbio de uma determinada moeda, que é geralmente o resultado de um ataque especulativo; (2) crises bancárias que se traduzem em corridas aos bancos (*bank runs*) ou outros acontecimentos que levam ao encerramento, fusão, aquisição ou assistência em larga escala pelo governo de uma ou mais instituições financeiras; (3) crises conjuntas (*twin crises*) quando uma crise cambial coincide com uma crise bancária (Banco Mundial, 1998). No entanto, a esta tipologia falta a consideração das crises nos mercados accionista e obrigacionista, envolvendo a queda abrupta do preço dos activos neles transaccionados. Assim, entendemos por crise financeira qualquer crise que atinja um ou vários segmentos dos mercados financeiros, podendo envolver crises cambiais, bancárias e crises bolsistas.

<sup>5</sup> Para uma análise detalhada do papel do FMI no processo de liberalização dos sistemas financeiros dos países em desenvolvimento e das nefastas consequências que se lhe seguiram ver Stiglitz (2002).

integração desses países nos mercados financeiros internacionais” (Banco Mundial, 1998: 124-125).

Um estudo do FMI (Lindgram et al, 1996) revelou que cerca de três quartos dos seus 182 membros, incluindo um número substancial de países desenvolvidos, sofreu, entre 1980 e 1995, uma ou mais do que uma crise bancária ou “problemas bancários significativos”<sup>6</sup>.

Kaminsky e Reinhart (1999), por sua vez, contrastaram o período que vai de 1970 a 1979 com o período que vai de 1980 a 1995 e concluíram que entre estes dois períodos se verificou uma intensificação das crises financeiras, simultaneamente bancárias e cambiais, e que isto coincidiu com a liberalização dos sistemas financeiros nacionais. De facto, nos anos setenta o reduzido número de crises parece reflectir a natureza altamente regulamentada dos sistemas financeiros nacionais.

### Quadro 1.2 - Número de Crises Financeiras

	1970-1995		1970-1979		1980-1995	
	Total	Média por ano	Total	Média por ano	Total	Média por ano
Crises Bancárias e Cambiais	19	0.73	1	0.1	18	1.13
Crises Bancárias	26	1	3	0.3	23	1.44

Fonte: Kaminsky e Reinhart (1999)

Um outra investigação empírica, realizada também no âmbito do FMI (Demirgüç-Kunt e Detragiache, 1998), com o sugestivo título de *Financial Liberalization and Financial Fragility*, concluiu - para uma amostra de 26 países que sofreram crises bancárias e

---

<sup>6</sup> Para uma informação resumida sobre o âmbito e os custos de um número significativo dessas crises bancárias (117), onde se incluem as que ocorreram depois de 1995, ver o estudo de Caprio e Klingebiel (2003).

cambiais entre 1980 e 1995 – que a liberalização financeira, realizada até cinco anos antes da ocorrência da crise, predizia com sucesso 67% das crises bancárias e 71% das crises cambiais. O mesmo artigo concluía, desta vez para uma amostra de 53 países, que as crises financeiras são mais prováveis em sistemas financeiros liberalizados.

Os custos económicos e sociais destas crises financeiras têm sido substanciais. O Banco Mundial (1998), para uma amostra de 14 crises bancárias ocorridas em países em desenvolvimento, estimou que o PIB em cada crise declinou em média 14,6% (abaixo da chamada linha tendencial de crescimento). O custo médio de uma crise financeira, simultaneamente bancária e cambial, é ainda mais elevado atingindo em média 18% do PIB dos países em desenvolvimento e 17,6% do PIB dos países desenvolvidos (Banco Mundial, 1998).

Stiglitz (2000), num esforço de sistematização da evidência fornecida por diversos estudos empíricos, afirma que as crises financeiras tornaram-se, no último quarto de século, mais frequentes e mais severas, o que na sua opinião sugere uma fraqueza fundamental nos arranjos económicos globais, em especial no que diz respeito à liberalização do mercado de capitais. Isto é assim em parte porque os fluxos de capitais exibem um comportamento pró-cíclico que tende a exacerbar o ciclo económico, o que quer dizer que os capitais tendem a afluir num contexto de forte expansão contribuindo para a formação de expectativas eufóricas acerca da evolução futura da actividade económica e tendem a refluir subitamente a partir do momento em que começam a surgir sinais de fragilidade, reflectindo o adágio, por nós ligeiramente alterado, de que os

investidores só se dirigem para mercados que não necessitam dos seus capitais. Procuraremos nos próximos capítulos indagar das razões para o comportamento subjacente aos investimentos financeiros.

Perante este desastroso panorama não surpreende que a tão propalada relação positiva entre o desenvolvimento e abertura dos sistemas financeiros aos fluxos de capitais e o crescimento económico, que serviu de justificação para as transformações por nós descritas, tenha vindo a ser crescentemente posta em causa. Assim, Prasad et al. (2003: 5), na que foi considerada pela insuspeita *The Economist* (2003) como uma das mais completas e actualizadas sistematizações sobre este tópico, concluíram que para os países em desenvolvimento “se a integração financeira teve um impacto positivo no crescimento económico, não existe ainda uma prova empírica robusta e clara de que esse efeito é quantitativamente significativo”, admitindo, num tom que nos parece demasiado cauteloso face à evidência acumulada, que “o processo de liberalização financeira foi acompanhado em alguns casos de uma vulnerabilidade acrescida às crises”.

Estas conclusões ancoram-se numa análise dos impactos que a tendência, manifestada na década de noventa, mas recentemente interrompida, para um incremento dos fluxos de capitais dos países desenvolvidos para as economias ditas emergentes da Ásia e da América Latina, teve em termos de crescimento económico alcançado. Assim, se é verdade que certas economias da Ásia e da América Latina, que liberalizaram a sua conta de capital e os seus mercados accionistas, estes últimos dinamizados através de programas de privatizações importantes, conheceram uma fase inicial de crescimento

económico, que muitas vezes se limitou a manter tendências anteriores, também é verdade que outras economias destas áreas que decidiram manter controlos importantes sobre o movimento de capitais (casos da China e da Índia) conheceram taxas de crescimento económico igualmente robustas e para além disso não sofreram as consequências, visíveis a partir da segunda metade da década de noventa, da volatilidade dos fluxos de capitais provenientes do exterior que se traduziu num número assinalável de crises financeiras nas economias emergentes com estruturas financeiras liberalizadas (Grabel, 2002).

Face à ausência de um impacto positivo da globalização financeira sobre os países em desenvolvimento, Prasad et al. (2003: 9) alegam que “os benefícios do processo de liberalização financeira parecem ter sido captados pelos países industrializados”. Na realidade duvidamos que isto tenha acontecido. Este nosso cepticismo ancora-se na observação da deterioração generalizada, observada a partir da década de setenta, dos principais indicadores económicos dos países desenvolvidos.

A desaceleração do crescimento económico nas economias centrais (Quadro 1.3) não foi obviamente seu monopólio. Segundo Maddison (1995), o crescimento da economia mundial conheceu uma redução substancial: entre 1950 e 1973 o PIB mundial cresceu em média anualmente 4,9%, decrescendo para 3% entre 1973 e 1992. Esta desaceleração que se verificou em todos os continentes com excepção da Ásia<sup>7</sup> não parece ter sido invertida duradouramente nos últimos anos.

---

<sup>7</sup> De facto, os países asiáticos cresceram em média 5 a 6% ao ano nos dois períodos. No entanto, a estagnação que a economia japonesa conhece desde o início da década de noventa e o impacto da crise

### **Quadro 1.3 - Degradação do Desempenho Económico (crescimento médio anual)**

	1960-69	1969-79	1979-90	1990-2000
<b>PIB</b>				
EUA	4.6	3.3	2.9	3.2
Japão	10.2	5.2	4.6	1.3
Alemanha	4.4	3.6	2.15	1.9
Euro-12	5.3	3.7	2.4	2.0
G-7	5.1	3.6	3.0	3.1

#### **Produtividade do Trabalho (PIB/trabalhador)**

EUA	2.5	1.3	1.15	1.8
Japão	8.6	4.4	3.0	0.9
Alemanha	4.3	3.0	1.5	1.7
Euro-11	5.2	3.2	1.9	1.6
G-7	4.8	2.8	2.55	-

Fonte: Brenner (2002)

Não deixa de ser curioso que a chamada “época dourada” do capitalismo (1950-1973) tenha coincidido com um sistema monetário internacional baseado em câmbios fixos e na adopção generalizada do controlo de capitais, com sistemas financeiros nacionais altamente regulamentados e compartimentados e com fluxos de capitais entre os países relativamente reduzidos e que os anos oitenta e noventa, que conheceram a ascensão da finança de mercado, tenham sido marcados por um desempenho económico tão medíocre. Esta coincidência não significa necessariamente causalidade. No entanto, parece-nos útil explorar, ainda que superficialmente, algumas relações que nos parecem plausíveis entre estes dois fenómenos.

Em primeiro lugar, a partir dos anos setenta, e coincidindo com a adopção generalizada do sistema de câmbios flexíveis, iniciou-se um processo de crescimento dos fluxos de

---

asiática de 1997-98 afectaram profundamente estas economias. De notar que a crise asiática foi desencadeada a seguir a um processo de liberalização financeira que data, na generalidade dos casos, da década de noventa (Stiglitz, 2002).

capitais de natureza essencialmente especulativa, com consequências altamente desestabilizadoras para as taxas de câmbio da generalidade das moedas, traduzindo-se num aumento pronunciado da sua volatilidade.

Em segundo lugar, e este é talvez um dos desenvolvimentos com maior impacto macroeconómico, a partir de meados dos anos oitenta verificou-se um aumento substancial das taxas de juro reais de longo prazo. De facto, e só para os países do G7, as taxas de juro reais de longo prazo foram em média de 2,6% ao ano entre 1959-70, de 0,4% entre 1971-82, saltando para 5,6% entre 1982-89 e mantendo-se nos 4% entre 1990-97 (Crotty, 2000). De acordo com Felix (2001), este aumento das taxas de juro não pode ser atribuído a um aumento da procura de crédito para financiar projectos de investimento produtivo uma vez que esta conheceu também uma redução substancial na generalidade dos países. Assim, e uma vez que as taxas de juro representam uma parte substancial dos custos do capital para os projectos de investimento, a causalidade deve ter precisamente o sentido inverso com as taxas de juro a serem responsáveis por uma parcela não negligenciável do decréscimo do investimento.

De notar que um estudo econométrico da OCDE (Orr et al., 1995) estimou que cerca de 50% do aumento das taxas de juro se ficou a dever ao enorme crescimento da circulação de capitais. Felix (1998) argumenta que a liberalização financeira ao desbloquear os canais para a circulação de capitais enfraqueceu substancialmente a capacidade das autoridades monetárias influenciarem as taxas de juro reais que passaram para as mãos dos mercados financeiros. Para além disso, o fantasma bem real da fuga de capitais levou

a uma reorientação da política monetária que passa a ter como principal, e muitas vezes único objectivo, reduzir a inflação que corroí os rendimentos e património da finança, mesmo que à custa do crescimento e do emprego. Generaliza-se assim a adopção, por parte de bancos centrais crescentemente “independentes”, de objectivos para a inflação, que se traduziram na sua diminuição e num correspondente aumento das taxas de juro reais.

A volatilidade das taxas de câmbio e o aumento das taxas de juro reais não só desaceleraram o crescimento do investimento como encurtaram os horizontes das estratégias de investimento das grandes empresas industriais. Observou-se um aumento do investimento direccionado para a aquisição de activos existentes, o que foi impulsionado pelas vagas maciças de privatizações, e para aquisição de activos financeiros em detrimento de investimentos criadores de capacidade produtiva adicional. Este processo poderá estar também relacionado com a queda das taxas de lucro que se verificou a partir da década de setenta em muitos sectores industriais e que se prolongou durante uma parte da década de oitenta (Brenner, 2002).

Uma das questões mais relevantes, neste contexto, diz respeito à relação entre o crescimento extraordinário das transacções financeiras e a desaceleração do crescimento económico observado a partir da década de setenta. De acordo com Amin (1998), foi a estagnação económica e a diminuição das taxas de lucro na década de setenta que levaram os capitais a deslocarem-se para a esfera financeira em busca de taxas de rendibilidade superiores. Chesnais (1996: 16) alinha pelo mesmo diapasão ao considerar

que “a reconstituição progressiva de uma massa de capitais procurando valorizar-se de forma financeira (...) só pode ser compreendida à luz das dificuldades crescentes em valorizar o capital investido na produção”. Assim, não é de estranhar que o crescimento do *stock* de activos financeiros tenha sido, nos países da OCDE, 2,6 vezes superior ao da formação bruta de capita fixo entre 1980 e 1994 (Chesnais, 1996) e que o sector financeiro tenha sido o sector que mais cresceu neste período, aumentando o seu peso no PIB na generalidade dos países (Felix, 1998). Isto é particularmente relevante, porque para muitos autores, o aumento da instabilidade e das perturbações financeiras, registadas nas últimas duas décadas, tem origem na crescente hipertrofia e autonomização da esfera financeira face à esfera da produção.

O crescimento exponencial da finança não foi neutro em termos da definição das políticas públicas. De facto, a liberdade crescente de circulação, associada à explosão das transacções financeiras e à emergência de um conjunto de instituições financeiras que centralizam somas colossais de capitais, aumentaram os canais de influência do capital financeiro na definição das prioridades. Não é por isso surpreendente que se tenham generalizado um conjunto mais ou menos coerente de políticas que constituem uma pedra angular do que Crotty (2001) chama de “regime neoliberal global”. Um dos efeitos deste regime é o aumento significativo dos constrangimentos que emanam do sistema financeiro sobre as políticas que tenham como objectivo, por exemplo, o pleno emprego ou outras medidas igualitárias.

Vale a pena debruçarmo-nos, ainda que brevemente, sobre algumas dimensões adicionais dessas políticas. Em primeiro lugar, enfraqueceram-se os mecanismos de redistribuição do rendimento, atenuando-se a progressividade dos sistemas fiscais e contendo-se as despesas sociais. As décadas de oitenta e de noventa são marcadas por um recuo generalizado do peso dos impostos que recaem sobre os rendimentos do capital. Aliás um estudo da OCDE (citado em Chesnais, 2000a: 18) aponta precisamente no sentido que será seguido pela generalidade dos governos:

Devido à crescente mobilidade internacional dos investimentos em capital fixo e dos investimentos financeiros, pode-se julgar necessário reduzir os impostos que incidem sobre os rendimentos do capital. Assim, a maior parte da carga tributária recaíra sobre o trabalho que é o factor menos móvel.

A erosão da base fiscal dos Estados, combinada com as altas taxas de juro reais, contribuiu decisivamente para o crescimento dos défices públicos e da dívida pública, num contexto que foi apesar disso de austeridade<sup>8</sup>. Em segundo lugar, generalizou-se a privatização de sectores económicos que haviam sido nacionalizados e abriram-se ao exterior um número crescente de mercados de bens e serviços. De notar que essas privatizações não podem ser desligadas do processo de desregulamentação e abertura dos mercados accionistas cujo crescimento foi em muitos países alimentado precisamente por antigas empresas públicas. Em terceiro lugar, a esfera das prestação de serviços de natureza social, cuja socialização constituía a pedra angular dos Estados-Providência, foi crescentemente sujeita à lógica do mercado.

---

<sup>8</sup> De acordo com Duménil e Lévy (2001), descontando as flutuações ao longo do tempo, os défices públicos observados em países como a Alemanha, a França ou o Reino Unido, e em menor grau os EUA, são quase

Não é pois surpreendente que os principais beneficiários desta situação tenham sido os grupos ligados ao sector financeiro. Isto mesmo é demonstrado por Epstein e Power (2003) que procuraram avaliar a evolução do peso dos rendimentos associados ao sector financeiro<sup>9</sup> no PIB dos países da OCDE entre 1960 e 2000, concluindo que se verificou uma tendência para o seu aumento generalizado. Assim, e só a título de exemplo, entre os anos setenta e noventa o peso do que os autores designam por rendimentos rentistas aumentou 143% na Grã-Bretanha, 92% nos EUA e 155% na França. Quando o FMI afirma que os países mais desenvolvidos são os principais beneficiários do processo de globalização financeira deveria explicitamente mencionar que quem mais beneficiou foram os grupos sociais à partida mais privilegiados.

Na sua análise económica do neoliberalismo Duménil e Levy (2001) falam de duas fases distintas que estão associadas à captação pela finança de diferentes fluxos financeiros. Assim, a primeira fase, que engloba os anos oitenta, está associada a um declínio marcado da taxa de lucro nos principais países capitalistas e a altas taxas de juro, o que fez com que os rendimentos fluíssem para a finança em larga medida sob a forma de juros. Nos anos noventa a recuperação da taxa de lucro, associada a uma redução das

---

exclusivamente originados pelos juros da dívida pública que funcionam como um poderoso mecanismo de transferência de rendimentos para a finança.

<sup>9</sup> Os autores, baseando-se em Kalecki, utilizam a noção de rendimento rentista que engloba os lucros das empresas financeiras e os rendimentos dos juros obtidos pelas unidades residenciais não governamentais e não financeiras. Embora os ganhos de capital obtidos com a venda de activos financeiros também devessem ser incluídos parece ser bastante difícil obter dados para a generalidade dos países. No entanto, os autores também apresentam algumas estimativas para esta importante fonte de rendimentos financeiros.

taxas de juro<sup>10</sup>, fez com que os dividendos se tornassem cada vez mais importantes<sup>11</sup>.

Duménil e Lévy (2000: 98) resumem todo o período neoliberal da seguinte forma:

Globalmente, os decénios neoliberais surgem como um período de forte remuneração do capital, não tanto do ponto de vista da taxa de lucro das empresas, mas do ponto de vista dos accionistas e credores. Para as empresas é um período de custos financeiros elevados na medida em que tiveram de remunerar os detentores dos capitais através de juros e de dividendos muito elevados, em relação respectivamente ao crédito concedido e aos lucros obtidos.

---

<sup>10</sup> De facto, entre 1992 e 1999 as taxas de juro reais de longo prazo a nível global alcançaram cerca de 3,8%, contra 5,1% entre 1984 e 1991, mesmo assim bastante acima dos níveis registados até à década de 70.

<sup>11</sup> De acordo com Duménil e Lévy (2001), a fracção dos lucros distribuída como dividendos passou nos EUA de 30%, durante a década de setenta, para cerca de 60% durante a década de noventa.

## **Capítulo 2**

### **Instabilidade e Risco Sistémicos: Entre Keynes e a Economia das Convenções**

“Recordando Keynes, ao comparar os mercados de valores com os concursos de beleza, parece que os participantes do mercado estavam preocupados não com os valores fundamentais, mas sim com o que os outros pensavam” (World Bank, 1998: 89).

“Perceber antecipadamente uma bolha requer a opinião de que centenas de milhares de investidores informados estão equivocados. Apostar contra os mercados é, no melhor dos casos, arriscado” (Alan Greenspan citado em Brenner, 2002: 179).

#### **2.1 Introdução**

Neste capítulo procuraremos apreender os contornos da actividade especulativa e iremos procurar mostrar, na esteira de Keynes, que esta não é um comportamento aberrante, mas sim uma resposta individual racional ao processo de criação de mercados financeiros liberalizados com elevados níveis de liquidez. A influência da liquidez nos comportamentos dos agentes, num contexto de incerteza em relação ao futuro será sublinhada, e a ligação com a evolução dos preços dos activos financeiros e com a sua inerente volatilidade será estabelecida.

Subjacente à nossa análise está a ideia de que qualquer abordagem teórica que queira compreender a alternância de períodos de estabilidade e de instabilidade nos mercados financeiros terá de integrar uma teoria da tomada de decisão individual em contexto de incerteza, o que pressupõe a consideração de como a interacção entre os indivíduos leva à emergência de convenções, e uma compreensão das formas através das quais a estrutura institucional de uma economia constrange, orienta e impele os indivíduos a agir de uma determinada forma.

A análise que aqui apresentamos seguirá as pistas avançadas por Aglietta na sua tentativa de compreensão do risco sistémico e ancora-se teoricamente nas ideias de Keynes expostas no justamente célebre capítulo 12 da *Teoria Geral* e que foram posteriormente desenvolvidas pela economia das convenções e por vários teóricos pós-keynesianos.

## **2.2 Instabilidade e Risco Sistémicos**

A multiplicação, desde a década de setenta, de acidentes e choques financeiros tem levado vários autores a indagar da relação entre uma determinada configuração do sistema financeiro e a possibilidade de ocorrência de diversos tipos de perturbações financeiras, incluindo crises financeiras. A noção de risco sistémico parte da constatação de que as abordagens cíclicas, que relacionam as crises financeiras com os ciclos económicos, revelam actualmente alguma incapacidade para explicar uma questão que parece ser fundamental: a relação entre as profundas modificações institucionais observadas na generalidade dos sistemas financeiros e o aumento da

instabilidade das dinâmicas dos preços dos activos financeiros e da falta de liquidez que se podem revelar nos mercados financeiros de uma forma bastante intensa. Essas modificações, abordadas no capítulo anterior, passaram pela liberalização dos sistemas financeiros, pela sua crescente integração e pelo peso crescente das transacções efectuadas nos mercados de crédito e de direitos de propriedade e constituíram globalmente, segundo Aglietta (1994), uma inovação sistémica, ou seja, uma inovação que modificou profundamente os comportamentos de todos os intervenientes nos mercados financeiros.

Assim, a noção de risco sistémico tem implícita uma abordagem não cíclica que procura exprimir, por um lado, a nova relação entre a produção, as trocas e a esfera financeira, relação marcada pela multiplicação de acidentes financeiros sem aparente relação com a conjuntura económica e, por outro lado, a possibilidade da dimensão colossal e da complexidade que o sistema financeiro atingiu, devido ao seu exponencial crescimento e ao acelerado ritmo das inovações financeiras, poderem engendrar um aumento da instabilidade.

O termo risco sistémico é usualmente utilizado, de acordo com Davis (1995: 359), “para descrever os choques sobre os mercados financeiros, produzindo modificações inesperadas nos preços e nos volumes dos mercados de créditos ou de activos, que conduzem a perigos de falência de empresas financeiras, os quais ameaçam, por sua vez, alargar-se, desestruturando os mecanismos de pagamento”.

Aglietta (1995: 72) deu a este conceito uma conotação mais geral ao considerar que o “risco sistémico não é a soma dos riscos individuais e independentes, tratando-se antes

de mais de “uma relação particular entre comportamentos microeconómicos e estados macroeconómicos que resultam da interacção desses comportamentos”, mais concretamente, “é a eventualidade de aparecerem estados económicos nos quais a resposta racional dos agentes económicos longe de conduzir a uma repartição dos riscos, através da diversificação, origina um aumento da insegurança geral”. No fundo, são as dificuldades de coordenação entre os agentes que fazem com que aquilo que parece ser, para um agente isolado, a resposta racional a uma determinada situação poder, se toda a gente adoptar esse comportamento, gerar uma situação que é globalmente irracional. Esta possibilidade é igualmente avançada por Kindleberger (2000: 41) que afirma, no quadro de uma análise histórica bastante pormenorizada das crises financeiras, que “os mercados podem, em certas ocasiões comportar-se de forma desestabilizadora, globalmente irracional, mesmo se cada um dos participantes se comporta de uma forma racional”.

De acordo com Aglietta e Brender (1991: 102), “falar de risco sistémico é falar de uma economia onde as propriedades da concorrência perfeita não existem”. Uma das explicações convencionais considera a “assimetria de informação”, associada às relações de crédito, como uma das principais causas do risco sistémico. Trata-se de uma hipótese microeconómica que se manifesta antes e depois das transacções serem efectuadas e que representa um sério obstáculo ao normal funcionamento da coordenação através do mercado. Neste âmbito, fala-se de selecção adversa, ou seja, da ideia de que na ausência de informação rigorosa e perfeita são os devedores que apresentam menos garantias, e não os mais seguros, que podem beneficiar dos empréstimos. Para além disso, e depois do crédito ter sido concedido, surge o problema do risco moral (*moral hazard*) que procura reflectir a ideia de que o credor não dispõe

de meios para exercer um controlo adequado sobre o devedor, no sentido de verificar se este não poderá ter um comportamento que possa aumentar o risco de pagamento do empréstimo.

Sem querermos subestimar o contributo da abundante literatura que utiliza a informação assimétrica inerente às relações de crédito para explicar a instabilidade financeira, pensamos ser mais proveitoso explorar outras pistas, provavelmente menos convencionais, mas que nos parecem dotadas de maior poder explicativo, sobretudo se estamos interessados em perceber as dinâmicas instáveis dos mercados financeiros.

Segundo Aglietta (1998), o risco sistémico está associado a problemas de coordenação que podem gerar-se em interações entre agentes que operam num contexto de incerteza endógena. As crises financeiras têm a sua origem na incerteza radical que os agentes que operam nos mercados de capitais enfrentam em relação à evolução futura dos preços dos activos e em relação aos efeitos gerados pelas interdependências existentes entre si.

De acordo com Aglietta (1994: 2): “o problema maior que a finança deve resolver é a tensão entre a necessidade de liquidez dos agentes económicos para efectuarem os pagamentos e a inevitável imobilização do capital para que ele possa realizar o seu potencial de criação de valor”. Os sistemas financeiros estruturam-se para superar esta tensão fundamental definindo dois princípios fundamentais – o princípio da intermediação e o princípio dos mercados secundários – cujo importância relativa e relações estão longe de ser neutras.

O predomínio do princípio dos mercados secundários é uma das características essenciais da finança de mercado cuja ascensão descrevemos no capítulo anterior. É por isso importante perceber o que é que lhe está associado. Uma das suas características mais apreciadas é a liquidez. De facto, a liquidez é o princípio que estrutura os mercados financeiros o que traz implicações que devem ser analisadas.

O nosso principal argumento, que retoma um dos pontos de confluência de diversas tradições teóricas, é o de que a instabilidade financeira, que é intrínseca aos mercados financeiros, tem a sua origem nas dinâmicas especulativas que são em larga medida desencadeadas pela liquidez.

O risco sistémico nos mercados financeiros surge então, segundo Aglietta (1994), da confluência de três elementos: a tendência permanente para a subavaliação dos riscos que são endógenos e interdependentes, o potencial de desconfiança em relação à liquidez favorecida pelas alavancas do endividamento e a correlação dos riscos que os processos de contágio e de mimetismo geram. De facto, uma das principais fontes de risco sistémico reside na não separabilidade dos riscos, ou seja, no facto dos riscos que os agentes enfrentam terem um carácter endógeno e portanto não serem independentes da percepção que os agentes têm das suas acções mútuas. De acordo com Aglietta (1995), a não separabilidade dos riscos põe em causa o princípio do seguro através da diversificação dos riscos.

A crise financeira pode ser concebida como a realização efectiva do potencial de instabilidade que está contido na noção de risco sistémico. Toda a crise financeira está associada a uma deterioração da confiança que provoca uma corrida generalizada à

liquidez (Aglietta, 1994). As crises provocam mudanças nos preços dos activos e nos fluxos de capitais desproporcionadas em relação às variações das variáveis macroeconómicas.

### **2.3 Incerteza, Liquidez e Especulação**

Existem dois elementos que estão intimamente relacionados e que nos parecem ser fundamentais para explicar a instabilidade potencial dos mercados financeiros. Falamos da incerteza e da liquidez, dois conceitos que Keynes, melhor do que nenhum outro, deslindou.

É importante começar por notar que a noção keynesiana de incerteza não está associada a qualquer probabilidade, mas sim à ausência de conhecimento probabilístico (Lawson, 1985). A incerteza, que é sobretudo relevante no que toca ao resultado futuro das nossas acções no presente, tem, em Keynes (1937: 113-114), uma natureza irreduzível:

Por conhecimento incerto, quero explicar, não desejo distinguir apenas o que é conhecido ser certo do que é apenas provável. O jogo da roleta não está sujeito, neste sentido, à incerteza. (...) Estou a usar este termo no sentido em que a perspectiva de uma guerra europeia é incerta, assim como o preço do cobre ou a taxa de juro daqui a vinte anos (...) Acerca destes casos não há qualquer base científica para formar qualquer probabilidade. Nós simplesmente não sabemos.

Esta noção não probabilística e portanto não mensurável de incerteza em relação ao futuro é, de acordo com Davidson (1996), incorporada pelos agentes económicos que sabem que o futuro é incerto no sentido em que o lucro descontado ou a esperança

matemática do rendimento de um investimento calculada com probabilidades existentes pura e simplesmente não pode ser obtida<sup>1</sup>. Isto resulta, segundo Keynes (1973: 149), da “extrema precariedade do conhecimento sobre o qual temos de fazer os nossos cálculos dos rendimentos esperados” e do “carácter limitado e com frequência desprezível” do conhecimento sobre a evolução dos factores que eventualmente podem influenciar os rendimentos futuros de um investimento. No fundo, o que se pretende aqui destacar é que “a incerteza que rodeia o valor fundamental é um dado objectivo do capitalismo, um facto incontornável que o capitalismo deve enfrentar” (Orléan, 1999: 21).

Assim, torna-se relevante perceber de que forma é possível controlar as “forças obscuras do tempo e da ignorância que dominam o nosso futuro” (Keynes, 1973: 155), o que implica reconhecer previamente a pertinência da noção de incerteza avançada por Keynes. Isto mesmo foi sublinhado por Davidson (1994) para explicar a razão para a existência de uma procura, mais ou menos intensa, de liquidez no longo prazo que funcionaria como uma protecção contra um futuro endemicamente instável e para a existência de contratos monetários<sup>2</sup>. Assim, a decisão de deter moeda como reserva de valor, “barómetro do grau da nossa desconfiança em relação aos nossos cálculos e convenções relacionadas com o futuro” (Keynes, 1937: 116), só é um comportamento racional se aceitarmos a ideia de incerteza irredutível.

O argumento para a existência de uma procura de longo prazo de moeda e portanto para a sua não neutralidade também se pode aplicar para compreendermos o alcance da

---

<sup>1</sup> Davidson (1996) enfatiza a natureza não-mensurável da incerteza ao considerar que os agentes económicos têm de agir num mundo regido por processos não-ergódicos. Ao contrário dos processos ergódicos em que o valor esperado da distribuição de probabilidade de uma variável pode ser sempre estimado a partir das suas observações passadas, ou seja, em que “é um mero reflexo estatístico do passado” (Davidson, 1994: 90), os processos não-ergódicos movem-se ao longo do tempo e neles a incerteza não é mensurável e, portanto, as leis da probabilidade não se aplicam.

<sup>2</sup> De acordo com Davidson (1994), sem contratos monetários uma economia monetária não existiria, uma vez que são estes que permitem reduzir a incerteza sobre os valores futuros das variáveis nominais.

liquidez que é uma das características mais valorizadas dos mercados financeiros desenvolvidos. De acordo com Hicks (citado em Davidson, 1994: 92), “a liquidez significa a liberdade de adiar uma decisão que envolva direitos sobre recursos reais sempre que o decisor é ignorante em relação às consequências futuras”.

Num mercado secundário de títulos a liquidez significa para um investidor a possibilidade de alterar uma decisão de investimento, ou seja, de se desfazer de um título representativo de um activo real a um preço razoável, sem atrasos e com custos de transacção reduzidos. Bernstein (1998) argumenta que é a liquidez gerada pelo funcionamento ordeiro dos mercados financeiros que encoraja o investimento uma vez que sem a crença de que uma saída rápida é possível, ou seja, de que a decisão de investimento não é irreversível, a incerteza associada aos resultados de um investimento de longo prazo em bens de capital seria intolerável para a maioria dos investidores. É a incerteza associada aos resultados dos investimentos de longo prazo que permite compreender a preferência dos agentes pela posse de títulos líquidos representativos de activos reais, com a reversibilidade que lhes está associada, em vez da posse directa dos próprios activos reais.

Esta ideia inspira-se em Keynes quando este afirma que os investidores estão dispostos a investir num resultado incerto se esse investimento for líquido: “isso porque o facto de cada investidor, individualmente considerado, ter a ilusão de que participa num investimento líquido (embora isso não possa ser verdadeiro para todos os investidores colectivamente) acalma-lhe os nervos e anima-o muito mais a correr o risco” (Keynes, 1973: 160). Vale a pena determo-nos sobre esta afirmação uma vez que ela é portadora de diversas pistas sobre a natureza da finança de mercado.

são os grandes bancos internacionais, as companhias de seguros, as empresas transnacionais e os grandes fundos de investimento, nomeadamente os fundos privados de pensões. Uma das grandes novidades desta fase reside na dimensão atingida pelos fundos, em termos do montante dos activos financeiros que centralizam, sendo hoje indiscutivelmente, os actores maiores dos mercados financeiros.

Frequentemente a globalização financeira, ou seja, a eliminação das barreiras internas entre os diferentes segmentos dos mercados financeiros, a interpenetração dos mercados monetários e financeiros nacionais e a sua integração nos mercados globais (Chesnais, 1996), é apresentada como o resultado inelutável dos desenvolvimentos e inovações tecnológicas ocorridos nas infra-estruturas de informação e de telecomunicações que facilitaram ou tornaram possíveis numerosas operações financeiras que necessitam do tratamento de uma grande quantidade de dados, reduzindo substancialmente os custos de transacção associados. Convém, no entanto, salientar que se tais desenvolvimentos contribuíram certamente para a actual configuração dos mercados financeiros, mais importante, talvez, foi o papel dos poderes públicos na alteração do quadro institucional em que estes funcionavam. Neste domínio torna-se difícil distinguir o que são políticas deliberadas resultantes da aplicação de determinadas concepções neoliberais que se afirmam no início da década de oitenta, sobretudo nos EUA e no Reino Unido, das opções de política que são impostas pelos fortes constrangimentos que a generalidade dos Estados enfrentaram nesta altura em virtude das sucessivas crises económicas e das profundas crises fiscais que lhes sucederam.

Podemos distinguir fundamentalmente três etapas no processo de formação daquilo que Chesnais (2000a) designa por mercado financeiro mundializado. Estas três etapas marcam a ascensão da finança a uma posição hegemónica no sistema capitalista.

A primeira etapa, que vai da década de sessenta até 1979, é desencadeada, de acordo com Chesnais (1997), pelo processo de formação e expansão do mercado dos eurodólares. De facto, a partir dos anos sessenta um número crescente de bancos fora dos EUA começaram a oferecer depósitos e empréstimos denominados em dólares, facilitando a absorção e a reciclagem de um dólar sobreabundante a nível mundial (Guttman, 1996). Foi fundamentalmente graças aos lucros não repatriados e não investidos na produção, depositados pelas empresas transnacionais norte-americanas, que se formou este mercado. De acordo com Guttman (1996), este mercado, que se constituiu em rede integrada à margem dos sistemas financeiros nacionais, pelo facto de não ter de suportar os custos associados à regulamentação pública, estava em condições de oferecer empréstimos e depósitos em condições mais favoráveis. A partir do momento em que se diversifica a outras moedas tornou-se “um vector para a especulação monetária e contribuiu para fazer cair o sistema de *Bretton Woods*” (Guttman, 1996: 69). A liquidez que aí se concentrou alimentou as crises cambiais do princípio dos anos setenta, primeiro contra a libra e depois contra o dólar.

A primeira etapa culminou assim na abrogação do sistema de taxas de câmbio fixas de *Bretton Woods*, decidida de uma forma unilateral pelos EUA em 1971, e na adopção, mais ou menos generalizada, do sistema de taxas de câmbio flexíveis, passando os preços

Em primeiro lugar, e este ponto foi recentemente sublinhado por Orlean (1999), não se pode falar de liquidez global uma vez que globalmente o mercado de títulos é indissociável do capital produtivo. Isto permite enunciar o que poderemos designar por paradoxo da liquidez: a preferência pela liquidez é um desejo que não pode deixar de se destruir a partir do momento em que é perseguido por todos. Se é incontornável que “não existe algo como a liquidez para a comunidade como um todo” (Keynes, 1973: 159) então existe aqui uma falácia da composição – uma diferença entre racionalidade individual e colectiva – que pode gerar perturbações várias.

Se isto é assim então é forçoso constatar que os mercados são, em larga medida, uma construção social fundada no esforço de subtrair os investimentos dos efeitos perniciosos, sobretudo em termos de incerteza, que estão associados à imobilidade do capital produtivo (Orléan, 1999).

O esforço para aumentar a liquidez, que não é à partida uma propriedade intrínseca de um título, está na base das transformações ocorridas nos mercados financeiros que foram por nós descritas no capítulo anterior. A sua reprodução exige um controlo forte e um conjunto de regras aceites e suportadas por todos os intervenientes e exige igualmente um esforço continuado de standardização que permita que os investidores possam prescindir dos conhecimentos complexos e específicos associados às actividades das empresas que os títulos por si transaccionados no fundo representam. Só assim é possível que as acções sejam detidas “por pessoas que não dirigem nem têm conhecimento especial das circunstâncias reais ou esperadas, dos negócios em questão” (Keynes, 1973: 153).

No entanto, do processo de criação de um mercado financeiro líquido resulta um custo social: a especulação. O seu predomínio, como iremos mostrar, baseando-nos em Keynes, não é uma aberração, mas sim a resposta racional a uma estrutura de constrangimentos e de incentivos criados pela existência de mercados financeiros líquidos. Trata-se agora de por em evidência a relação existente entre a liquidez e a especulação, o que nos permite sublinhar as modificações induzidas no comportamento dos agentes económicos.

Isto pressupõe previamente, e um pouco esquematicamente, que se destinguam dois tipos de comportamentos que designaremos na esteira de Keynes por empresa e especulação e cuja importância relativa está, como esperamos demonstrar, relacionada com a existência de mercados financeiros mais ou menos líquidos.

O primeiro está associado à atitude dos agentes que realizam investimentos na aquisição de bens de capital ou de títulos representativos desses activos com o intuito de obterem um fluxo de lucros ao longo de todo o período de duração do investimento (Keynes, 1973). Apesar da natureza fundamentalmente incerta e opaca da produção mercantil, o esforço para estimar o valor fundamental – o valor descontado do fluxo de lucros de um investimento – impõe-se aos empresários uma vez que toda a decisão de investimento assentaria num esforço de estimação e de comparação da rentabilidade de diferentes estratégias de investimento com o objectivo de reter a mais rentável. A dificuldade deste exercício, diríamos mesmo a sua impossibilidade, não lhe retira legitimidade. Pelo contrário, são as decisões de investimento acertadas que permitirão, numa economia capitalista, a realização de uma afectação eficiente de recursos que favoreça o seu

desenvolvimento. É este tipo de investimento orientado “para o domínio das forças obscuras do tempo e da incerteza” que Keynes considera ser socialmente útil.

A questão pertinente, neste contexto, é a de saber qual o arranjo institucional que favorece o predomínio das práticas que acabámos de descrever. A resposta de Keynes (1973: 160) é esclarecedora: “o espectáculo dos mercados financeiros modernos levou-me, frequentemente, a concluir que se as operações de compra de um investimento se tornassem irreversíveis à maneira do casamento, salvo em caso de morte ou por outro motivo grave (...) isso obrigaria os investidores a dirigirem a sua atenção apenas para as perspectiva de longo prazo”. Nesta afirmação encontramos uma ideia que nos parece fulcral: uma situação em que a detenção de títulos seja declarada irreversível, ou seja, uma situação em que não existam mercados financeiros com liquidez, induziria nos agentes um comportamento orientado para o longo prazo e um tipo de racionalidade que Orléan (1999) apoda de “fundamentalista”.

Isto permite-nos deduzir o que acontecerá na presença de mercados financeiros líquidos. Neste caso a especulação tenderá inevitavelmente, segundo Keynes (1973), a predominar. Vejamos que mecanismos fazem com que a especulação se imponha como o comportamento racional na presença de mercados financeiros líquidos. Isto pressupõe, previamente, que se esclareçam os contornos da actividade especulativa.

Num mercado financeiro a aquisição de um título dá ao seu proprietário o direito de receber um fluxo de dividendos, mas também lhe dá o direito de, a qualquer momento, vender esse título ao preço que vigorar no mercado. A possibilidade de vender o título a um preço superior, ou seja a possibilidade de realizar um ganho de capital, tende a

sobrepor-se a quaisquer considerações sobre os dividendos a receber pela posse desse mesmo título. A rentabilidade financeira é assim sobretudo função da expectativa em relação à evolução futura dos preços dos activos e o especulador pode ser definido como o agente que tem por objectivo maximizá-la. Este tipo de comportamento tem uma lógica diferente uma vez que as suas “energias e habilidades estão principalmente aplicadas (...) não a fazer previsões abalizadas a longo prazo, mas em prever *mudanças de curto prazo com certa antecedência em relação ao público em geral*” [nosso sublinhado] (Keynes, 1973: 155). A racionalidade especulativa reside em procurar antecipar a evolução de curto prazo das cotações com o propósito de obter ganhos com a compra e venda de títulos. Sabendo que a cotação observada a cada momento num mercado financeiro é a expressão da opinião média dos intervenientes nesse mercado<sup>3</sup>, então procurar antecipar a opinião média do mercado é a atitude por excelência do especulador.

Tentemos agora imaginar qual será o comportamento de cada um dos intervenientes num mercado financeiro inteiramente dominado pela especulação. A metáfora do *concurso de beleza*, forjada por Keynes (1973: 156), sintetiza-a na perfeição:

Para variar um pouco de metáfora, o investimento por parte dos profissionais pode ser comparado aos concursos organizados pelos jornais, onde os participantes têm de escolher os seis rostos mais belos entre uma centena de fotografias, ganhando o prémio o competidor cuja selecção corresponda, mais aproximadamente, à média das preferências dos concorrentes em conjunto; assim, cada concorrente deverá escolher não os rostos que ele próprio considere mais bonitos, mas os que lhe parecem reunir as preferências dos outros competidores, os quais encaram o problema do mesmo ponto de vista.

---

<sup>3</sup> Segundo Orléan (1999: 39) o mercado organizado é “a forma institucional que tem como papel fazer emergir a opinião colectiva, dando-lhe a forma de um preço”.

Esta citação permite que sublinhemos, na linha da chamada economia das convenções (Orléan, 1989), a dimensão autoreferencial dos mercados financeiros<sup>4</sup>. Isto traduz-se no facto de, para cada especulador, a atitude racional a adoptar não passar necessariamente por seguir a sua opinião, mas sim por procurar deslindar a opinião dos outros, sabendo que cada um deles irá também procurar antecipar a opinião maioritária. No fundo, a especulação faz com que o preço dos activos que sintetiza, a cada momento, a opinião do mercado, seja, simultaneamente, o objecto que todos os intervenientes procuram antecipar, mas igualmente o que emerge das opiniões individuais, a partir do momento em que estas estão exclusivamente dirigidas para a descoberta da opinião maioritária.

As implicações deste processo são visíveis, por exemplo, em relação à forma como os agentes percebem a informação. Assim, face a uma nova informação, os agentes são forçados a interrogarem-se não tanto sobre o seu conteúdo real, no sentido das influências que possa ter sobre o andamento da actividade económica, mas sim sobre a forma como o mercado as vai interpretar, o que pode obviamente introduzir discrepâncias entre as crenças pessoais e o comportamento do mercado (Orléan, 1989).

Esta situação é sintetizada pela seguinte afirmação de um operador do mercado cambial: “Eu não faço necessariamente aquilo em que acredito intimamente, mas sim aquilo que acredito que fará o mercado, que em última instância prevalecerá. O trabalho do operador consiste em tentar avaliar de forma precisa o sentimento do mercado de divisas” (citado em Orléan, 2001: 121). De acordo com Orléan (2002), o mimetismo é inerente à racionalidade autoreferencial: trata-se de copiar o mercado para o preceder

---

<sup>4</sup> De acordo com Orléan (1989), um sistema autoreferencial define-se pelo facto da grandeza em relação à qual é avaliada a posição dos diferentes elementos que compõem um sistema não ser uma norma exterior a esse sistema, mas o produto das interações das estratégias dos elementos que o compõem.

nas suas evoluções, por muito erráticas que estas possam ser, não porque se pense que o mercado é melhor informado, mas porque se sabe que é ele que determina o preço.

A lógica especulativa está assim inteiramente voltada para o mercado financeiro e para a sua evolução, pressupondo que cada agente esteja inteiramente dependente do que julga serem as crenças dos outros agentes. O que aqui se introduz é um princípio de interdependência entre os agentes. Aglietta e Brender (1991) e Orléan (1989) falam de especularidade (*spécularité*) para designar esta interacção entre agentes concorrenciais que tendem a formar expectativas sobre as expectativas de outros agentes o que pode conduzir, numa situação limite, à formação de expectativas cruzadas de nível infinito.

Os preços dos activos deixam assim de ser um dado exógeno para passar a depender, das dinâmicas intersubjectivas dos agentes, o que faz com que não haja nenhuma garantia de que a sua formação tenda a ser estável. Surge aqui um problema de coordenação, que poderá ser temporariamente superado, mas que acabará sempre por emergir e que constitui uma das principais fontes de risco sistémico nos mercados financeiros.

Resta-nos agora perceber porque é que a especulação não é o resultado “de uma propensão mal direccionada, mas a consequência inevitável de um mercado financeiro organizado segundo as normas descritas” (Keynes, 1973: 128), ou seja, de um mercado financeiro líquido.

Keynes (1973) dá-nos um exemplo de uma situação hipotética que nos permite perceber como é que a lógica de curto prazo se tende a impor. Imaginemos que um investidor

está convencido de que um activo, com uma cotação actual de 25, tem um valor fundamental de 30 sendo portanto de esperar que a sua cotação eventualmente estabilize nesse valor. Então se comprar hoje o activo o investidor espera obter um ganho de 5. No entanto, se o investidor estiver convencido que dentro de um mês o mercado irá avaliar o activo em 20 a estratégia a seguir consiste em vender hoje o activo e comprá-lo quando a sua cotação alcançar o valor de 20 o que lhe permitirá alcançar um ganho de 15. O que este exemplo nos mostra é que mesmo que um investidor esteja convencido do valor real de um activo não se pode permitir ignorar as variações de curto prazo uma vez que estas são fontes potenciais de ganhos de capital. Por outro lado, uma estratégia de longo prazo exige, segundo Keynes (1973), mais recursos e alguma autonomia em relação ao crédito. Assim, quando um activo é transaccionado num mercado financeiro organizado com custos de transacção reduzidos, o seu preço hoje tende a ser unicamente determinado pelas expectativas que rodeiam o seu preço no futuro próximo.

A relação entre liquidez e especulação pode ser observada, por exemplo, na redução da duração da detenção de acções norte-americanas. Segundo Orléan (1999), esta passou de 7 anos em 1960 para 9 meses no final da década de noventa.

O domínio inevitável da especulação sobre o investimento de longo prazo e as consequências perniciosas desta situação resultam claramente do aumento da liquidez dos mercados financeiros. É por isso que Keynes (1973: 159-160) propõe que esta seja reduzida:

O facto de que os pecados da Bolsa de Valores de Londres tenham sido menores do que os de Wall-Street talvez não se deva a diferenças nos temperamentos nacionais como à circunstância de que para o inglês mediano, Throgmorton Street é inacessível e muito mais dispendiosa comparada

com Wall-Street, para o mesmo tipo de norte-americanos. A proporção dos “jogadores”, as altas comissões de corretagem e as pesadas taxas sobre as transferências que se pagam ao Tesouro, gastos que acompanham todas as transações na Bolsa de Valores de Londres, reduzem a liquidez do mercado (...) o suficiente para eliminar grande parte das operações características de Wall-Street. A criação de um elevado imposto sobre as transferências para todas as transações talvez fosse a mais salutar das medidas capazes de atenuar, nos Estados Unidos, o predomínio da especulação sobre a empresa”.

## **2.4 A Convenção Financeira**

Uma das conclusões fundamentais da secção anterior é a de que as dinâmicas dos mercados financeiros não se devem à existência de comportamentos “irracionais”, sendo antes o resultado da acção individual orientada para o ganho especulativo de curto prazo em condições de incerteza irredutível e de oportunidade para alterar posições devido à liquidez dos mercados financeiros desenvolvidos.

Estamos convencidos que em “matéria financeira a crise é mais permanente que a instabilidade” (Orléan, 2001: 107). Por isso é necessário compreender como é que se forjam os mecanismos que ao mesmo tempo que permitem a superação, ainda que temporária da instabilidade, criam as condições que favorecem o seu inevitável reaparecimento. Fazê-lo implica introduzir e compreender a noção de convenção.

Keynes foi talvez o primeiro economista a falar de convenções no quadro da sua tentativa de compreender a acção humana racional em contextos de incerteza irredutível

em relação ao futuro, nomeadamente em relação à rentabilidade de longo prazo dos investimentos.

O que Keynes (1937) designa por “julgamento convencional” abarca três estratégias que obviamente não se excluem mutuamente:

1. Ignorar a perspectiva de mudanças futuras e assumir que o presente é o melhor guia do futuro: “a essência desta convenção (...) reside em supor que a situação existente nos negócios continuará por tempo indefinido a não ser que tenhamos razões concretas para esperar uma mudança” (Keynes, 1973: 152).
2. Assumir que o estado da opinião existente, que se cristaliza nos preços, é baseado, até prova em contrário, numa avaliação correcta das perspectivas futuras: “estamos a supor que a avaliação do mercado, seja qual for a maneira que a ela se chegou, é a única correcta em relação ao nosso conhecimento dos factos que terão influência sobre a rentabilidade do investimento” (Keynes, 1973: 152).
3. Assumir que a nossa avaliação individual sobre o futuro é extraordinariamente frágil e aceitar como válido o julgamento da maioria, o que pressupõe um comportamento mimético: “a psicologia de uma sociedade em que cada um procura imitar os outros gera o que poderemos designar por julgamento convencional” (Keynes, 1937: 114).

Os dois primeiros pontos traduzem a visão de Keynes sobre o comportamento convencional, enquanto que o terceiro está relacionado com a origem desse mesmo comportamento. O primeiro ponto reflecte a ideia de que a convenção é uma prática, partilhada pela generalidade dos agentes, que consiste em projectar para o futuro a

situação existente, em assumir que o estado de coisas existentes irá prevalecer, sem alterações de maior. No caso concreto de um mercado financeiro, o estado de coisas existentes, a situação que está ser projectada é a avaliação actual do mercado acerca das perspectivas de investimento. Especificamente, e este é o segundo ponto, trata-se de supor que a avaliação do mercado, que se traduz num conjunto de preços, é a melhor avaliação possível do futuro, face à informação disponível.

É importante referir que para Keynes o comportamento convencional, traduzido nos dois primeiros pontos, não é irracional. Pelo contrário, ele é individual e socialmente funcional uma vez que permite assegurar “um considerável grau de continuidade e de estabilidade nos negócios” num contexto de incerteza em que “não existem bases sólidas para um cálculo razoável”. A convenção, ao actuar como um ponto de referência, cria um ambiente estável, um estado de confiança em relação ao futuro que se traduz na perspectiva de que as variações dos preços dos activos financeiros serão incrementais e de reduzida amplitude porque apenas função de modificações nas condições do futuro imediato que o investidor individual pode procurar antecipar e que se supõe ser, no caso de manutenção do que Orléan (1999) designa por convenção de normalidade, “as únicas que poderão influenciar o valor do seu investimento” (Keynes, 1973: 153). Esta situação, num contexto de mercados financeiros líquidos, contribui para que o investidor possa agir, o que neste contexto significa comprar e vender activos financeiros, sem ficar paralisado pelo facto de “não ter nenhuma ideia do valor que o seu investimento terá dez anos mais tarde” (Keynes, 1973: 153). Neste contexto, a convenção ao delimitar o campo do que poderá ocorrer no futuro permite aos agentes terem expectativas divergentes sobre a evolução das cotações. Essa divergência é

essencial para manter a reduzida volatilidade das cotações, marca essencial de qualquer período de tranquilidade.

As convenções, assim definidas, são extraordinariamente frágeis e estão sujeitas “a mudanças súbitas e violentas” (Keynes, 1937: 114). As crises financeiras estão precisamente associadas a períodos em que as convenções são postas em causa. A sua compreensão implica, no entanto, que se distinga a noção de convenção associada a períodos de tranquilidade nos mercados financeiros, aquilo que designámos, na esteira de Orléan (1999), por convenção de normalidade, da noção mais geral de convenção como modelo de interpretação, cuja aceitação pela generalidade dos agentes está precisamente associada a dinâmicas desestabilizadoras nos preços dos activos financeiros que culminam numa crise.

A escola francesa da economia das convenções – nomeadamente Orléan (1989, 1999, 2001) – partindo da análise desenvolvida por Keynes procurou precisamente alargar a noção de convenção financeira explicitando as suas dimensões cognitivas e sociais. A dimensão mimética que Keynes já havia associado ao julgamento convencional ganha novo relevo e é uma peça essencial para explicar não só a origem das chamadas convenções de interpretação, mas também como a sua reprodução pode conduzir à crise.

Orléan (1989) define genericamente a convenção como uma forma de organização social através da qual uma comunidade, neste caso a comunidade financeira, produz endogenamente uma representação colectiva exteriorizada que orienta a acção dos agentes e determina a formação das suas expectativas. A existência de uma representação do futuro que é partilhada pelo conjunto dos operadores financeiros não é

algo que anteceda as transacções, mas é, pelo contrário, o seu produto. O mercado deixa de ser um mero ponto de encontro de agentes separados e independentes para passar a ser o lugar onde se forja “uma tal representação como resultado das interacções entre os agentes” (Orléan, 2002: 17)<sup>5</sup>.

Um dos efeitos da convenção é o de superar, ainda que temporariamente, a autoreferencialidade dos mercados financeiros em contextos de incerteza irreduzível, a que acima aludimos, através da instituição de um modelo de interpretação que, ao ser do conhecimento comum dos agentes, lhes permite ordenar, seleccionar e interpretar a informação que recebem a todo o momento sobre os factores que se julga que influenciam as cotações dos activos (Orléan, 1999). Assim, a convenção para ser legítima tem de se fundar numa leitura da realidade económica que, ao ser aceite pela generalidade dos agentes, funciona também como um mecanismo redutor da incerteza que cada agente sente também em relação à forma como os outros irão agir.

A convenção tem de assentar sobre um modelo de interpretação que podemos qualificar de fundamentalista, não no sentido em que a existência de uma convenção faça com que as cotações dos activos financeiros reflectam em cada momento o seu valor fundamental, dada a manifesta impossibilidade do seu cálculo, mas no sentido em que a convenção ao focalizar certos factores económicos – sejam eles a evolução do crescimento económico ou dos lucros – em detrimento de outros fornece uma grelha que permite aos agentes orientar e racionalizar as suas acções individuais, legitimando simultaneamente as cotações que em cada momento vigoram no mercado. É neste contexto que se pode perceber a afirmação de Orléan (1999: 177), de que “a evolução

---

<sup>5</sup> As dinâmicas associadas à formação das convenções podem ser formalizadas através da teoria dos jogos. No entanto, optámos por não explorar a vasta literatura existente nesse domínio. Sobre isto ver, entre outros, Orléan (1994).

histórica das convenções bolsistas analisa-se como a sucessão de modelos de interpretação, cada modelo definindo-se pela variável ou mecanismo destacado: para um dado período foi o déficit comercial norte-americano, para um outro, foi o crescimento da massa monetária”.

A convenção repousa assim na polarização das opiniões dos agentes sobre uma mesma teoria, sobre um modelo de avaliação que vai determinar os preços dos activos. Este modelo emerge, não porque seja necessariamente verdadeiro, mas porque todos os agentes crêem que é verdadeiro. O que está aqui em jogo é o facto das “interacções miméticas autoreferenciais” (Orléan, 1999: 144) contribuírem para a emergência de uma opinião comum através da autorealização de crenças partilhadas.

Isto é particularmente visível nos fenómenos de “euforia financeira” (Galbraith, 1990) que geralmente precedem as crises. Vale a pena debruçarmo-nos sobre estes fenómenos porque eles também nos dão pistas para compreender a origem, o papel e as consequências das convenções financeiras.

## **2.5 Euforia Financeira e Convenção**

O predomínio da especulação, que associámos à existência de mercados financeiros desenvolvidos, gera de forma recorrente processos, mais ou menos prolongado no tempo, de crescimento das cotações que acabam por se revelar insustentáveis e cuja queda pode desencadear violentas perturbações. Vários autores falam a este propósito de bolhas especulativas.

Para além das condições institucionais, os processos de especulação maciça são também influenciados por um conjunto de crenças sobre o futuro que tendem a ser crescentemente partilhadas. Esta ideia é claramente avançada por Galbraith (1997: 169) no seu estudo da crise de 1929: “Muito mais importante do que as taxas de juro e o crédito é a disposição geral das pessoas. A especulação em larga escala exige um sentido penetrante de confiança e optimismo e a convicção de que as pessoas comuns estão destinadas a ser ricas”.

O papel central dos comportamentos miméticos na formação de bolhas especulativas está na base do que Shiller (2000) designa, a propósito da situação nas bolsas norte-americanas no final da década de noventa, por “exuberância irracional”. A sua hipótese de base é que nos mercados financeiros frequentemente ocorre um mecanismo de amplificação por *feedback* em que um processo inicial de subida das cotações, com os ganhos de capital que lhe estão associados, gera uma modificação das expectativas e da confiança de um número crescente de especuladores que progressivamente decidem adquirir os activos cujo preço está a subir, o que provoca um novo incremento dos preços. Este novo incremento, por sua vez, atrai novos especuladores, de tal forma que este ciclo pode repetir-se um número indefinido de vezes. Assim, nos mercados financeiros as expectativas interagem endogenamente com os resultados.

Este fenómeno faz com que Orléan (2001) defenda que os mercados financeiros são muitas vezes o palco de dinâmicas colectivas em que as expectativas dos agentes são transformadas pela acção dos outros agentes e do próprio mercado. O mimetismo que está na sua base tem uma natureza cumulativa e autorealizadora: quanto mais a imitação determina as escolhas dos agentes maior é o aumento das cotações, quanto maior é este

aumento mais o recurso ao mimetismo se amplia e se justifica. Este comportamento é para além do mais perfeitamente racional em situações de incerteza irreductível sobre o valor fundamental dos activos.

O resultado destas dinâmicas colectivas, segundo Orléan (1999), é a emergência de uma convenção financeira. Esta modifica profundamente as condições de exercício da racionalidade autoreferencial, reflectindo-se sobretudo na forma como os agentes percebem a informação. Assim, passamos de uma situação em que estes estão inteiramente voltados para os outros com a intenção de perceberem qual é o seu comportamento para uma situação em que se forma uma referência comum que polariza todas as suas atenções. A formação de uma convenção, neste contexto de subida das cotações, ao tornar previsíveis as acções dos outros, orienta a acção de cada um. Trata-se então de aceitar como legítima uma única acção: comprar os activos cujas cotações estão a crescer porque se supõe “que a situação existente nos negócios continuará por tempo indefinido”. (Keynes, 1973: 152).

A convenção é um elemento do processo de crescimento acentuado dos preços dos activos transaccionados nos mercados financeiros, marca essencial de qualquer período de euforia financeira, e contribuiu poderosamente para a sua sustentação e reforço. A convenção racionaliza e legitima a subida dos preços, ancorando-a numa explicação que é exterior às interacções que ocorrem entre os agentes nos mercados financeiros, fundando-se geralmente numa análise das dinâmicas em curso na economia real. Um dos seus efeitos é o de afastar, ainda que temporariamente, as forças da desconfiança em relação à pertinência das dinâmicas financeiras em curso.

Neste contexto, é importante referir que a convenção engendra um processo social que reforça o conformismo e a imitação, funcionando como uma espécie de norma social com sanções associadas que recaem sobre todos aqueles que dela se afastam ou desviam (Orléan, 2001). Keynes (1973: 156) já havia notado que “a sabedoria universal ensina que é melhor para a sua reputação fracassar com as convenções do que ser bem sucedido contra elas”. Na sua análise dos processos de euforia financeira, Galbraith (1990: 6) ilustra precisamente esta pressão social para se aceitar como plausível a avaliação que é proposta pelo mercado: “o interesse pessoal na euforia é poderosamente reforçado pela condenação que a opinião pública e financeira reputada dirige contra todos os que exprimem dúvidas ou desacordo. É dito que são incapazes, por falta de imaginação ou de outra qualquer insuficiência intelectual, de apreender as novas e benéficas circunstâncias que sustentam e asseguram o crescimento das cotações”.

O interesse material de todos os agentes envolvidos nos mercados financeiros – intermediários financeiros, investidores institucionais e seus clientes – constitui também uma poderosa força de sustentação da convenção legitimadora da subida das cotações. Isto é em parte o resultado da própria dinâmica de concorrência entre os agentes financeiros. De acordo com Goldstein (1995), existe uma “estrutura de ganhos assimétrica”, ou seja, durante um *boom* quem perde é quem adopta uma postura que o autor designa ironicamente de “estudante de história financeira”, isto é, aqueles que decidem ter uma atitude cautelosa face à convenção. Os gestores financeiros dos bancos de investimento e dos fundos, sujeitos a uma enorme pressão concorrencial e a uma permanente avaliação relativa da sua performance, não se poderão alhear das dinâmicas em curso, mesmo que delas duvidem, sob o risco de assistirem a uma deterioração dos seus resultados e a uma perda da sua quota de mercado. Em última instância são

“coagidos pelas dinâmicas da competição em contexto de incerteza” (Goldstein, 1995: 726). Esta situação é propiciadora do que na literatura se designa por comportamento de manada (*herd behaviour*).

A pressão social e a concorrência entre os agentes financeiros são factores de sustentação da convenção. Esta situação tem dois efeitos perniciosos. Por um lado, dá origem a um enfraquecimento do espírito crítico, a uma tendência para não se pôr em causa a sabedoria convencional (Shiller, 2000). Por outro lado, desencadeia o que Guttentag e Herring [citados em Aglietta e Brender (1991)] designam por “miopia face ao desastre”. Quer isto dizer que os agentes, a partir do momento em que partilham a crença na sabedoria do mercado, tendem a subestimar de forma sistemática os sinais e as anomalias que se vão acumulando e que apontam para a insustentabilidade da situação. Na realidade, segundo Orléan (1999: 154), parece que os agentes “hierarquizam as suas crenças e não põem em causa aquelas a que aderem com mais intensidade a não ser que a isso sejam forçados e constrangidos”. Quando os desequilíbrios financeiros atingiram geralmente uma dimensão tal que o processo de correcção não se poderá desenrolar de uma forma ordeira e sem perturbações (Galbraith, 1990). Como iremos ver no próximo capítulo o mecanismo do crédito e a crescente fragilidade financeira dos agentes envolvidos no processo especulativo contribuem decisivamente para tornar o inevitável processo de correcção dos excessos anteriores numa crise financeira.

Nesta fase estamos apenas interessados em notar que a crise financeira, que geralmente marca o fim do período de euforia, está associada à ruptura da convenção que tinha sustentado as dinâmicas do período anterior. Isto faz com que, na ausência de

referências que polarizem a suas expectativas, os agentes entrem num período de desconfiança absoluta em relação à pertinência das dinâmicas financeiras anteriores e com que surja de novo a lógica autoreferencial, que havia sido temporariamente superada, só que agora num sentido descendente.

Numa situação de ruptura da convenção, em que as forças da desconfiança emergem, o único comportamento racional é procurar sair do mercado o mais rapidamente possível, o que se traduz na generalização da chamada “fuga para a qualidade”, isto é numa fuga para activos que são considerados absolutamente seguros. A moeda é vista, em última instância, como o activo mais seguro, aquele cuja detenção permite esperar por informações mais fidedignas quando a dúvida se instala em relação à convenção que até aí tinha orientado o comportamento dos agentes.

No entanto, as vendas sistemáticas de activos e o desejo irreprimível de liquidez revelam uma realidade que os investidores até aí ignoravam: as decisões de investimento em mercados financeiros líquidos podem tornar-se irreversíveis. Isto quer dizer que a crise é precisamente o momento em que se torna claro o paradoxo da liquidez: a liquidez do mercado só existe ao nível individual, ao nível global os agentes não se podem separar da propriedade do capital físico que é intrinsecamente ilíquida.

referências que polarizem a suas expectativas, os agentes entrem num período de desconfiança absoluta em relação à pertinência das dinâmicas financeiras anteriores e com que surja de novo a lógica autoreferencial, que havia sido temporariamente superada, só que agora num sentido descendente.

Numa situação de ruptura da convenção, em que as forças da desconfiança emergem, o único comportamento racional é procurar sair do mercado o mais rapidamente possível, o que se traduz na generalização da chamada “fuga para a qualidade”, isto é numa fuga para activos que são considerados absolutamente seguros. A moeda é vista, em última instância, como o activo mais seguro, aquele cuja detenção permite esperar por informações mais fidedignas quando a dúvida se instala em relação à convenção que até aí tinha orientado o comportamento dos agentes.

No entanto, as vendas sistemáticas de activos e o desejo irreprimível de liquidez revelam uma realidade que os investidores até aí ignoravam: as decisões de investimento em mercados financeiros líquidos podem tornar-se irreversíveis. Isto quer dizer que a crise é precisamente o momento em que se torna claro o paradoxo da liquidez: a liquidez do mercado só existe ao nível individual, ao nível global os agentes não se podem separar da propriedade do capital físico que é intrinsecamente ilíquida.

## **Capítulo 3**

### **Ciclo Económico e Instabilidade Financeira: de Fisher a Minsky**

“Aquele que bebe a crédito fica duas vezes mais bêbado” (Provérbio Turco citado em Henwood, 1999: 224).

#### **3.1 Introdução**

De acordo com Sherman (1991), a ideia de que o sistema monetário e financeiro é uma pré-condição do ciclo económico, podendo ter o efeito de o intensificar, acentuar e mesmo, em certas circunstâncias, de o gerar, é comum ao marxismo, ao institucionalismo e ao pós-keynesianismo que têm respectivamente em Marx, Veblen e Keynes as suas principais referências teóricas. Para estes autores, o capitalismo é um sistema que não pode ser compreendido sem as instituições da moeda e do crédito, é uma economia monetária de produção, onde o crédito desempenha um papel fulcral, e é precisamente daí que resulta a sua instabilidade e a sua incapacidade para gerar de forma permanente o pleno-emprego.

De facto, e baseando-nos em Dillard (1987), podemos afirmar que a construção de uma teoria monetária da produção ancora-se na ideia de que a motivação central do processo de produção numa economia capitalista é a obtenção de lucros expressos em termos monetários. Neste sentido a obtenção de moeda, o activo líquido por excelência, e as

decisões sobre a sua utilização são cruciais para explicar as flutuações no emprego e no produto.

A criação das condições para uma crise financeira é o resultado da convergência de dois processos que não podem deixar de ser analisados em qualquer abordagem. Por um lado, temos os desenvolvimentos do ciclo económico que são endógenos ao normal funcionamento de uma economia monetária de produção capitalista. Por outro lado, temos as transformações que ocorrem no sistema financeiro e que geram estruturas institucionais, historicamente determinadas, que induzem os agentes económicos a adoptarem posturas financeiras de uma fragilidade variável (Sherman, 1991).

Wolfson (1994), procurou precisamente desenvolver uma teoria institucional, dinâmica e histórica das crises financeiras que integra estas duas perspectivas que, segundo ele, devem estar presentes numa abordagem heterodoxa das crises financeiras:

1. As crises financeiras são o resultado do normal funcionamento do sistema económico e financeiro capitalista ao longo de um ciclo económico. Existem, assim, processos endógenos que ocorrem no auge da fase ascendente do ciclo económico, e que passam por uma fragilização financeira crescente do sector empresarial, que cria as condições para a ocorrência de uma crise financeira. Esta é uma perspectiva das crises financeiras ancorada na análise do ciclo económico.
2. A crise é desencadeada pelos desenvolvimentos ocorridos na oferta e procura de crédito. A chave para entender a crise reside na compreensão das razões que levam a oferta de crédito a ser insuficiente para fazer face à procura de crédito, o

que implica que se destaque, entre outros factores, o papel desempenhado pelo sistema bancário. A crise surge como a resposta a estes desenvolvimentos, envolvendo a desestruturação do sistema financeiro. Esta é uma perspectiva das crises financeiras ancorada na análise dos desenvolvimentos ocorridos nos mercados financeiros.

A correcta compreensão das crises financeiras implica, ainda segundo Wolfson (1994), abordar os seguintes pontos: (1) as razões para o desenvolvimento de dificuldades financeiras no sector empresarial; (2) os factores que influenciam a procura e a oferta de crédito; (3) a definição dos padrões das crises financeiras.

Em relação ao primeiro ponto pode afirmar-se muito sumariamente que as dificuldades podem ser geradas por uma subida das taxas de juro reais e conseqüente incremento dos fluxos monetários necessários para pagar as dívidas e/ou por um declínio dos lucros. Estas dificuldades surgem num contexto em que as empresas têm de fazer face à dívida que contraíram para financiar os projectos de investimento durante a fase ascendente do ciclo. A fragilidade financeira da generalidade dos agentes económicos é uma componente do ciclo económico e tem implicações para a oferta e para procura de crédito. Em relação à procura, as dificuldades geram uma procura premente de crédito dada a incapacidade de fazer face aos compromissos de pagamento das dívidas anteriormente contraídas. Em relação à oferta de crédito, a principal questão que se coloca é em relação à natureza da sua limitação. Aqui tudo passa por saber qual é a reacção dos bancos. Vários autores consideram que os bancos voluntariamente limitam o crédito devido à redução da capacidade daqueles a quem haviam emprestado para cumprirem os compromissos anteriormente contratados.

Estão criadas as condições para que, segundo Wolfson (1994), um qualquer evento inesperado desestruture as relações acima mencionadas e para que uma crise financeira ecluda. Esta pode ser definida como uma tremenda e abrupta procura de moeda causada por uma cessação do crédito igualmente abrupta, existindo quase sempre uma reacção psicológica de pânico que desempenha um papel crucial. À procura urgente de moeda estão associados, entre outros, os seguintes fenómenos: a venda forçada de activos financeiros, uma restrição geral do crédito, um aumento das falências e dos prémios de risco incorporados nas taxas de juro (Wolfson, 1994).

A análise de Wolfson, aqui sintetizada, baseia-se em larga medida em dois autores – Irving Fisher e Hyman Minsky – que, de acordo com Bordo (1992), se filiam numa tradição que vê as crises financeiras como uma componente essencial da viragem da fase ascendente do ciclo económico para a fase descendente. As crises financeiras seriam uma consequência necessária dos excessos do *boom* anterior. Aceitemos sem discussão, pelo menos por enquanto, que existe uma linhagem comum entre estes autores e analisemos as suas perspectivas sobre as crises financeiras, começando pelo contributo, infelizmente pouco conhecido, de Fisher (1933). Este é, como iremos ver, de uma grande actualidade.

### **3.2 A Teoria da Deflação pela Dívida de Fisher**

A teoria da deflação pela dívida é desenvolvida por Fisher num artigo de 1933 – *The Debt Deflation Theory of Great Depressions* – publicado no primeiro volume da revista *Econometrica* e é exclusivamente nele que nos basearemos.

Fisher (1933: 338), depois de considerar que o desequilíbrio é o estado normal da economia, começa por colocar a seguinte questão: “Quais os factores que têm sido tão perturbadores para serem capazes de suportar uma explicação substancial dos grandes *booms* e depressões ao longo da história?”. Para ele existem dois factores dominantes e que interagem num mecanismo cumulativo: o sobre-endividamento e a deflação. Antes de analisar a interacção perversa entre estes dois factores, importa perceber o que é que está por detrás do fenómeno do sobre-endividamento.

De acordo com Fisher (1933: 348), este “pode ser causado por muitos factores, de entre os quais os mais comuns são as *novas oportunidades para investir com um grande lucro prospectivo* (...) através de novas invenções, do desenvolvimento de novos recursos, da abertura de novas áreas ou de novos mercados”. O surgimento de novas oportunidades de investimento gera vagas recorrentes de sobre-investimento e de sobre-especulação que são alimentadas por um recurso ao crédito que cresce tanto mais rapidamente quanto maiores forem as oportunidades de realizar lucros pouco usuais.

Importa, neste contexto, fazer referência ao processo psicológico de endividamento que segundo Fisher (1933: 349) passaria por quatro fases distintas: “(a) a sedução de grandes dividendos ou de ganhos num futuro remoto; (b) a esperança de vender com lucro e de realizar um ganho de capital no futuro imediato; (c) a vaga de promoções imprudentes, tirando partido da habituação do público a grandes expectativas; (d) o desenvolvimento da fraude, imposta a um público que se havia tornado crédulo”. No entanto, Fisher (1933: 338) não deixa de reconhecer que “existem provavelmente sempre bases reais para a psicologia da ‘nova era’ antes desta destruir as suas vitimas”.

Assim numa determinada fase os diversos agentes económicos atingem um estado de sobre-endividamento, ou seja, os activos por si detidos não são suficientemente líquidos para fazerem face às obrigações contraídas. Segundo Fisher (1933: 341):

Num determinado ponto atinge-se um estado de sobre-endividamento que tenderá a dar origem a uma liquidação provocada pelo alarme dos devedores, dos credores ou de ambos. Daqui pode deduzir-se a seguinte cadeia de consequências, em nove conexões: (1) *A liquidação das dívidas* leva à *venda forçada (distress selling)* e uma (2) *Contração dos depósitos (deposit currency)*, à medida que os empréstimos vão sendo reembolsados e bem como a uma redução da velocidade de circulação da moeda. [Isto leva à] (3) *Queda do nível dos preços*, ou por outras palavras, uma valorização do dólar. Supondo (...) que esta queda dos preços não é contrariada por uma reflução ou por qualquer outro fenómeno, decorre daqui (4) *Uma queda ainda maior no valor líquido das empresas*, precipitando falências e (5) *Uma idêntica queda dos lucros* que numa sociedade 'capitalista', isto é, numa sociedade de lucros privados, lidera as preocupações (6) *Uma redução no produto, no comércio e no emprego*. Estas perdas, falências e desemprego levam ao (7) *Pessimismo e à perda de confiança*, que por sua vez geram (8) *Entesouramento e ainda maior desaceleração da velocidade de circulação*.

*Estas oito modificações causam* (9) *Perturbações complexas nas taxas de juro*, em particular, uma queda das taxas nominais e um aumento das taxas reais.

Para Fisher a essência do processo reside na queda dos preços: “com excepção da dívida e dos juros da dívida, todas as flutuações listadas surgem através da queda dos preços” (Fisher, 1933: 344). De sublinhar que é o carácter interactivo deste processo, ou seja, a presença simultânea do sobre-endividamento e da deflação, alimentando-se mutuamente, que gera as condições para uma grave crise. De facto, se o sobre-endividamento surgir em circunstâncias tais que deflação não seja por ele espoletada o ciclo será, segundo Fisher, bastante mais suave. O mesmo se passa com a deflação, quando esta surge por causas que não o sobre-endividamento.

É a coincidência destes dois fenómenos que pode ser cumulativamente fatal: “a deflação causada pela dívida alimenta a dívida” (Fisher, 1933: 344). O papel da queda dos preços é aumentar o fardo real da dívida, funcionando como um processo de redistribuição do património dos devedores para os credores. Fisher (1933: 344) é muito claro a este propósito:

Assim o próprio esforço dos indivíduos para aligeirar o fardo das dívidas provoca o seu aumento por causa do efeito maciço que a debandada para liquidar tem na valorização de cada dólar detido. Assim temos o maior paradoxo que, atrevo-me a afirmar, é o maior segredo da maioria, senão de todas, as grandes depressões: *Quanto mais os devedores pagam mais eles devem.*

Vários mecanismos invocados por Fisher fazem dele um dos percursores de várias análises recentes<sup>1</sup>. De acordo com Brossard (2002), um dos pontos a destacar é o facto da interacção entre a liquidez e o nível geral dos preços não ser para Fisher uma forma de autoregulação do capitalismo, funcionando, pelo contrário, como um mecanismo desestabilizador. A queda dos preços dos bens e dos activos, ao aumentar o poder de compra da moeda, não leva necessariamente a um aumento da procura. Neste contexto, o ponto fulcral é a endogeneidade da moeda, o que significa que a sua criação resulta das necessidades de financiamento da economia. Isto implica que “a massa monetária aumente na fase ascendente do ciclo e se reduza na sua fase descendente, ao ritmo estabelecido pelos créditos bancários” (Brossard, 2002: 54). Assim, a necessidade sentida pelos agentes económicos de procederem a um reembolso dos créditos bancários, contraídos durante a fase ascendente do ciclo, pode levar a uma redução da massa monetária, a uma insuficiência de meios de pagamento, que, mesmo num

---

<sup>1</sup> Para uma análise do *crash* bolsista de 1987, que enriquece a análise de Fisher com uma consideração do papel da queda dos preços dos activos financeiros, ver Wolfson (1996). De notar que, segundo Brossard (2002), a corrente pós-keynesiana é a única que retoma as intuições fundamentais de Fisher.

contexto de queda dos preços, não incita os agentes a adquirirem activos, podendo mesmo assegurar a manutenção da espiral descendente dos preços. Na presença do mercado de crédito e da deflação, o principal mecanismo de ajustamento para a teoria convencional – o mecanismo de preços – antes de provocar um ajustamento na relações de produção desestrutura as relações patrimoniais.

A análise de Fisher contém alguns elementos que merecem ser aprofundados – caso do papel da queda dos preços dos activos financeiros (acções), factor essencial de qualquer crise financeira – e outros que deixa por esclarecer – caso dos factores que geram a liquidação da dívida, para além do sobre-endividamento, e das causas do próprio sobre-endividamento. De acordo com Minsky (1982b: 382), “Fisher não identifica nenhuma das propriedades sistémicas que podem transformar uma ‘dívida suportável’ em ‘sobre-endividamento’”. No entanto, a teoria da deflação através da dívida de Fisher afigura-se-nos como uma peça bastante útil para compreendermos as interacções entre a esfera financeira e a esfera real. A recente crise financeira que atingiu o sueste asiático, como iremos demonstrar no capítulo 5, oferece ampla evidência da actualidade da análise de Fisher.

### 3.3 A Hipótese da Instabilidade Financeira<sup>2</sup> de Minsky

#### 3.3.1 Introdução

A teoria da instabilidade financeira do capitalismo é desenvolvida por Minsky a partir de uma reinterpretação da obra de Keynes. Minsky, na linha da tradição pós-keynesiana de que é um dos principais proponentes, argumenta que a interpretação dominante de Keynes, que deu origem à síntese neoclássica, representa uma distorção da sua teoria. Esta distorção assenta, segundo Minsky (1975), na negligência de cinco tópicos essenciais: a incerteza irreduzível, a racionalidade limitada associada à tomada de decisão, a não neutralidade da moeda, o carácter cíclico das economias capitalistas e o papel crucial do investimento “na ligação dos resultados reais com os processos financeiros instáveis” (Dymski, 1997: 502).

É relacionando estes cinco factores que Minsky elabora a sua teoria. O elemento que os liga é uma do investimento. Minsky (1975 e 1986) procurou sublinhar e alargar o que considerava serem os aspectos mais inovadores da teoria de Keynes, avançando com uma teoria do investimento das flutuações na procura real e com uma teoria financeira das flutuações do investimento real, ou seja, com uma teoria em que são as variáveis financeiras que essencialmente determinam o investimento e são o nível e as oscilações deste que determinam, em larga medida, o estado da economia<sup>3</sup>. Minsky (1975: 129)

---

<sup>2</sup> “A hipótese da instabilidade financeira foi avançada como uma interpretação da *Teoria Geral* de Keynes. O pressuposto é o de que Keynes estava consciente da grande contracção e do colapso geral do sistema económico e financeiro de 1929-1933 quando estava a desenvolver a *Teoria Geral*. Assumo que a teoria da dívida-deflação de Fisher era conhecida de Keynes” (Minsky, 1991: 158).

<sup>3</sup> A ênfase colocada por Minsky na importância da esfera financeira fez com que Pollin e Dimsky (1992) classifiquem a abordagem global de Minsky como o *Paradigma de Wall Street*. O próprio Minsky (1975: 73) afirmou: “o paradigma relevante é a *City* [Londres] ou *Wall Street* onde a posse dos activos, bem como as transacções correntes, são financiadas por dívidas”.

considera que a teoria keynesiana *standard* subestimou o problema do financiamento do investimento:

O passo que falta na teoria keynesiana *standard* é uma consideração explícita da finança capitalista num contexto cíclico e especulativo. Uma vez a finança introduzida e o desenvolvimento dos *cash-flows*<sup>4</sup> explicitamente examinado, então o poder das observações revolucionárias que Keynes desenvolveu na *Teoria Geral* e a grelha alternativa que Keynes construiu tornam-se evidentes.

Para Minsky (1980), as decisões cruciais de investimento, que constituem uma aposta no futuro, num contexto em que as evoluções das variáveis económicas pertinentes são imprevisíveis, dependem das condições de financiamento disponíveis. Assim, tal como a aquisição de activos financeiros e de capital, também a produção de bens de consumo e de investimento tem de ser financiada e esse financiamento gera compromissos de pagamento criados pela dívida contraída que têm de ser cumpridos, “os termos em que os agentes financeiros financiam posições em activos de capital e a produção de bens de investimento são determinantes críticos no comportamento do sistema” (Minsky, 1982a: 30).

De notar que as variáveis financeiras são, por sua vez, profundamente influenciadas pelas opiniões acerca do futuro e que estas são particularmente volúveis porque sujeitas a uma incerteza irredutível. Uma economia capitalista, que tem na dívida um dos seus

---

<sup>4</sup> Para Minsky, aliás como para toda a tradição pós-keynesiana, a teoria económica tem de tomar em consideração o tempo histórico e as relações que se estabelecem entre o passado, o presente e o futuro em que o passado influencia o presente através dos compromissos de pagamento herdados com a dívida anteriormente contraída, o presente influencia o futuro através dos compromissos contratuais feitos no presente e envolvendo o desempenho e o pagamento num futuro incerto que por sua vez influencia o presente através do jogo das expectativas. Uma das formas de o fazer, de acordo com Minsky (1982a), é através de uma abordagem em termos de *cash-flows* em que todas as unidades (sejam empresas, instituições financeiras, famílias ou o Estado) têm activos e passivos que dão origem a *cash-flows* positivos e negativos. De acordo com Bellofiore e Ferri (2001), Minsky construiu o esqueleto da sua

traços constitutivos, é uma economia especialmente vulnerável às mudanças no ritmo do investimento, uma vez que o investimento determina não só a procura agregada, mas também a viabilidade da estrutura da dívida previamente assumida (Minsky, 1982a).

Uma vez que as dívidas contratadas implicam um fluxo de pagamentos constante e estável, o que contrasta com os investimentos em activos financeiros e de capital que possuem retornos incertos, a situação da estrutura do passivo empresarial é decisiva para a formação das expectativas que orientam as decisões dos agentes em relação às formas de acumulação de riqueza.

### 3.3.2 Uma Teoria Financeira do Investimento

A teoria endógena da instabilidade financeira do sistema capitalista, que constitui provavelmente o contributo mais significativo de Minsky, tem por base uma teoria do investimento que se alicerça num modelo de dois preços:

Existem na realidade dois sistemas de preços numa economia capitalista – um para a produção actual e o outro para os activos de capital (*capital assets*). Quando o nível de preços dos activos de capital é elevado em relação ao nível de preços da produção actual, as condições são favoráveis para o investimento; quando o nível de preços dos activos de capital é reduzido em relação ao nível de preços da produção actual, então as condições não são favoráveis para o investimento e uma recessão – ou uma depressão – é provável. Os ciclos económicos resultam de uma dança entre estes dois níveis de preços (Minsky, 1986: 143).

---

teoria em termos de uma análise dos *cash-flows* e da estrutura dos balanços com o intuito de articular a liquidez das unidades com a sua solvência.

Importa considerar os factores que influenciam os dois tipos de preços, tendo em atenção que “os preços da produção actual e dos activos de capital dependem de diferentes variáveis e são determinados em diferentes mercados” (Minsky, 1986: 175).

Assim, os preços da produção ( $P_i$ ), onde se destacam os preços de oferta dos vários bens de investimento, são em grande parte determinados pelos salários, pela produtividade do trabalho e pelos *mark-ups* sobre os vários custos, sobretudo salariais e financeiros, que reflectem as estruturas dos diversos mercados e o poder que as empresas neles dispõem. O preço dos activos financeiros e de capital ( $P_k$ ) é, por sua vez, influenciado, entre outros factores, pelo grau de incerteza sobre lucros que podem ser gerados pelos activos e pela possibilidade destes poderem ou não ser vendidos sem prejuízo. Para além disso, a preferência pela liquidez, o grau de optimismo ou a evolução das margens subjectivas de segurança tenderão a influenciar a percepção do risco e o preço dos activos.

O investimento depende, assim, da diferença entre o preço dos activos de capital, que define o preço da procura de investimento e o preço dos bens de investimento que define uma função de oferta do investimento. No entanto, se a teoria do investimento de Minsky ficasse por aqui, com o investimento determinado pelo rácio entre uma variável mais ou menos objectiva ( $P_i$ ) e outra subjectiva ( $P_k$ ), ela seria muito semelhante à teoria do  $q$  de Tobin<sup>5</sup>. Aliás o próprio Tobin (1989) afirma que a teoria do investimento de Minsky não apresenta divergências de maior com a sua própria teoria. No entanto, de acordo com Dimsky e Pollin (1992), o modelo de Minsky diverge do de Tobin, entre

---

<sup>5</sup> A teoria do  $q$  de Tobin postula que o investimento é uma função crescente da relação entre o valor do capital das empresas tal como é avaliado pelos mercados financeiros, ou seja, o valor que os investidores financeiros estão dispostos a pagar para adquirir a empresa e o valor da empresa a custo de substituição que é o preço que é necessário pagar para comprar os activos materiais e imateriais que constituem o capital das empresas em causa. O  $q$  de Tobin é uma relação entre um índice de preços de activos e um índice de preços de bens e serviços. Se essa relação é superior a um isso só pode significar para Tobin que

outras dimensões, pela sua ênfase na influência das formas de financiamento na dinâmica do investimento.

O investimento pode ser financiado, segundo Minsky (1986), internamente através dos fundos (dinheiro ou activos equivalentes) que a empresa detém e que não são necessários para a sua actividade corrente ou através do fluxo de lucros que a empresa recebe dos investimentos que realiza. O investimento também pode ser, em parte ou na sua totalidade, financiado externamente através de empréstimos contraídos junto dos bancos ou através da emissão de obrigações ou de acções. Quando os projectos de investimento são financiados externamente, com recurso ao crédito, existem duas novas dimensões que têm de ser consideradas: o risco do credor e o risco do devedor<sup>6</sup>.

Minsky (1986) argumenta que o risco do devedor surge na medida em que a aquisição de activos de capital pode ter de ser financiada com o recurso à dívida, o que gera uma avaliação por parte dos investidores do risco de incumprimento. A partir de um certo nível de investimento o risco do devedor tenderá a diminuir o preço ( $P_k$ ) a que este está disposto a comprar os activos. No entanto, é impossível medir objectivamente a redução de  $P_k$  na medida em que esta depende do grau de endividamento contraído, da influência que o recurso ao financiamento externo tem na percepção do risco do projecto de investimento e da sua rentabilidade esperada e dos termos do empréstimo contraído. O risco dos credores, por sua vez, exerce uma pressão para a subida do preço de oferta dos activos ( $P_i$ ) porque os bancos e outros credores, conscientes que o risco de falência da empresa tenderá a aumentar com o nível de investimento e de endividamento,

---

os mercados antecipam que o somatório actualizado dos lucros é superior ao custo do investimento produtivo e portanto torna-se rentável investir nos mercados de capitais (Brossard, 2003).

<sup>6</sup> As noções de risco do credor (*lender's risk*) e de risco do devedor (*borrower's risk*) são atribuídas por Minsky a Kalecki.

procurarão compensar o risco, por si percebido, impondo condições mais exigentes para os empréstimos o que se repercutirá nos encargos financeiros que se vão juntar ao custo de compra dos bens de investimento. Para Minsky (1986: 193), “o ritmo do investimento varia à medida que o risco dos devedores e dos credores varia”. Estes dois tipos de riscos são irremediavelmente subjectivos e convencionais e tenderão a variar ao longo do ciclo económico.

Assim, a relação central numa economia capitalista é a relação entre o preço da procura de investimento e o preço da oferta, sendo que o investimento só ocorre se o primeiro for superior ao segundo. As relações financeiras e a incerteza irreductível que rodeiam os projectos de investimento são, segundo Variato (2001), explicitamente incorporadas porque só uma formulação do processo de investimento que reconheça, por um lado, a existência de instituições financeiras capitalistas e, por outro, que “as técnicas aceitáveis de financiamento dependem das preferências subjectivas dos banqueiros e dos homens de negócios e das suas expectativas actuais quanto às perspectivas da economia” (Minsky, 1977: 146), é capaz de explicar a instabilidade observada no investimento.

Esta última afirmação de Minsky remete-nos para a análise do comportamento dos bancos e de outras instituições financeiras e para o papel da moeda e da liquidez, endogenamente geradas, nas dinâmicas de investimento, uma vez que os preços dos activos de capital dependem das condições adequadas para financiar posições nestes activos de capital e da oferta de moeda. Estes dois últimos elementos são determinados endogenamente e dependem da interacção entre as instituições financeiras e os seus clientes, dos instrumentos financeiros disponíveis e das inovações financeiras que têm origem nas oportunidades de lucro que se apresentam para os que contraem

empréstimos e para os que emprestam<sup>7</sup>. Para Minsky (1982a), na fase ascendente do ciclo económico, quando a estrutura financeira é ainda robusta, a oferta de crédito tende a aumentar. Este aumento do financiamento, que é relativamente autónomo em relação à acção das autoridades monetárias, é gerado pelo aumento do uso de instrumentos financeiros já existentes e pelo surgimento de novos instrumentos<sup>8</sup>:

O crescimento endógeno da moeda e de activos líquidos eleva o preço dos activos de capital em relação ao preço da moeda, dos activos líquidos e do produto. O aumento do preço dos activos de capital acentua as diferenças entre os preços desses activos e os dos bens de investimento. Dada a robustez da estrutura financeira e a elasticidade dos financiamentos de curto prazo, o resultado é um aumento da taxa de investimento (Minsky, 1977: 146).

### 3.3.3 Os Contornos da Fragilidade Financeira

A teoria dos dois tipos de preços está ligada à hipótese da instabilidade financeira uma vez que esta última pode ser definida como o “processo em que ocorrem rápidas e bruscas mudanças nos preços dos activos (tanto financeiros como de capital) em relação ao preço da produção actual” (Minsky, 1982: 13).

Deve sublinhar-se, antes de mais, que a “hipótese da instabilidade financeira”, avançada por Minsky, não depende exclusivamente da hipótese de um comportamento aleatório devido a mudanças de expectativas acerca do futuro (Wolfson, 1994). Pelo contrário, a sua teoria assenta na tentativa de compreensão das mudanças sistemáticas e endógenas

---

<sup>7</sup> De acordo com Galbraith (1990: 19) todas as inovações financeiras envolvem “a criação de dívida garantida, com maior ou menor adequação, por activos reais”.

<sup>8</sup> Sobre este tópico ver Mollo (1988).

que geram cada um dos diferentes estádios do ciclo económico: “Cada estádio, seja de *boom*, crise, *debt-deflation*, estagnação ou expansão, é transitório (...) Sempre que qualquer coisa que se aproxime da estabilidade é alcançada processos desestabilizadores são desencadeados” (Minsky, 1975: 61). Em particular, Minsky está preocupado com as mudanças sistemáticas que ocorrem durante a fase de expansão do ciclo económico. A sua posição é a de que a expansão é inevitavelmente instável porque se desenvolvem processos que a transformam num surto de investimento de natureza especulativa.

É precisamente durante os surtos de investimento que Minsky considera que se criam as condições para uma crise financeira. De facto, toda a sua construção teórica surge como uma tentativa para explicar como é que uma “economia capitalista com instituições e práticas financeiras sofisticadas e complexas (...) desenvolve estruturas financeiras frágeis e propensas a crises” (Minsky, 1977: 140). Para isso Minsky (1977: 139) forja uma teoria da fragilidade sistémica:

*A Fragilidade Financeira* é um atributo do sistema financeiro. Num sistema financeiro frágil o funcionamento normal e continuado pode ser interrompido por um qualquer evento. *A Fragilidade Sistémica* significa que o desenvolvimento de uma estrutura financeira frágil resulta do normal funcionamento da economia.

Assim, para perceber a teoria de Minsky é necessário compreender o conceito de fragilidade financeira e os processos endógenos que a geram.

De acordo com Minsky (1977) existem três factores que estão articulados e que determinam a fragilidade de um sistema financeiro e portanto a possibilidade de ocorrência de uma crise financeira:

1. O peso relativo do que apoda de finança prudente (*hedge*), especulativa e *Ponzi* que lhe permite analisar a solvência dos agentes;
2. O grau de liquidez dos portfólios detidos pelos diversos agentes;
3. A extensão do recurso ao endividamento para financiar o investimento e o seu horizonte temporal.

A taxinomia criada por Minsky – prudente, especulativa e *Ponzi* – serve para classificar as diferentes unidades de acordo com a sua susceptibilidade a dificuldades financeiras, dependendo a sua classificação da relação entre as receitas decorrentes das operações normais dessas unidades<sup>9</sup> e as obrigações de pagamento decorrentes da dívida contraída por essas mesmas unidades. A estabilidade de uma estrutura financeira<sup>10</sup> depende do peso relativo destas diferentes posturas financeiras.

Neste contexto importa referir que Minsky (1986) distingue três tipos de *cash-flows*: (a) *cash-flows* que resultam da actividade produtiva (basicamente salários e lucros); (b) *cash-flows* que resultam da actividade financeira (juros, dividendos, reembolsos de dívida); (c) *cash-flows* de portfólio gerados por transacções que têm por objecto activos financeiros ou de capital. Esta classificação é útil para compreender como é que os agentes financiam o seu investimento e validam os seus compromissos.

---

<sup>9</sup> Importa nesta altura referir que “a hipótese da instabilidade financeira é uma variante da teoria keynesiana associada à perspectiva de Kalecki sobre a formação dos lucros” (Minsky, 1982b: 17). O conceito de lucro usado é um conceito bastante abrangente designado por “quase-rendas que engloba os lucros brutos antes de taxas e de juros da dívida, medindo o rendimento bruto de capital e indicando a habilidade das empresas para pagarem as suas dívidas com o rendimento gerado: “Os lucros são o elemento crítico de uma economia capitalista porque são o *cash-flow* que permite às empresas pagar as dívidas e porque os lucros antecipados são o chamariz que induz o investimento actual e futuro” (Minsky, 1982a: 104).

<sup>10</sup> Para Minsky (1982a: 21) “a estrutura financeira pode ser vista como uma repartição entre as várias unidades dos ganhos e das perdas potenciais dos vários empreendimentos em que o resultado é incerto”.

A dívida contraída pelas empresas pode ser paga através dos rendimentos que decorrem da actividade da empresa, através da contracção de nova dívida ou através da venda de activos. Obviamente, que a instabilidade financeira está associada a um aumento da importância dos dois últimos tipos de comportamento.

De notar que a instabilidade também poder analisada, segundo Variato (2001), do lado dos activos, sendo que neste caso o que conta é o seu grau de liquidez, isto é a facilidade com que são transformados em moeda que é o activo líquido por excelência, aquele que permite saldar as dívidas<sup>11</sup>. De acordo com Minsky (1982), a composição do portfólio de um agente depende, entre outros factores, do grau de incerteza em relação à evolução futura da actividade económica e da avaliação da capacidade para fazer face às dívidas contraídas. A instabilidade pode por isso também advir do lado dos activos. Quanto maior for o optimismo maior é a redução da liquidez na composição do portfólio e por isso maior é a exposição a mudanças súbitas no seu valor.

Estamos então em condições de distinguir os três tipos fundamentais de unidades, cuja incidência relativa pode ser lida como um indicador da fragilidade financeira de uma economia:

1. Uma unidade é considerada prudente (*hedge*) se as receitas previstas excederem substancialmente os compromissos de pagamento da dívida assumidos em qualquer período de tempo. Numa unidade prudente o valor actualizado, do que Minsky chama o fluxo dos rendimentos de capital bruto, excede o valor actualizado dos compromissos de pagamento, qualquer que seja a taxa de juro. Estas unidades são

---

<sup>11</sup> Todas as notas de dólar têm uma frase inscrita que revela muito da natureza da moeda: *This note is legal tender for all debts, public and private.*

afectadas apenas pelo risco económico, ou seja, pelo que acontece nos mercados específicos dos seus produtos. A sua estrutura financeira é robusta uma vez que no seu balanço os activos líquidos figuram de uma forma proeminente.

2. Uma unidade especulativa espera que as suas receitas estejam abaixo dos pagamentos que terá de efectuar em alguns períodos, geralmente num futuro próximo. Tipicamente esta diferença ocorre quando uma unidade tem um montante significativo de dívida a vencer que espera poder refinarçar. Este tipo de unidades é condicionado pelo risco económico e pelo risco financeiro. Numa situação em que as taxas de juro subam bastante a solvência deste tipo de unidades pode tornar-se problemática. As unidades especulativas tendem a ter uma estrutura do lado do activo com um horizonte temporal mais dilatado do que do lado do passivo. Neste sentido, para Minsky (1986) os bancos são as unidades especulativas por excelência uma vez que obtêm lucros justamente através da concessão de empréstimos a longo prazo na base de empréstimos a curto prazo (depósitos). Assim, para Minsky o termo especulativo ultrapassa a mera compra e venda de activos financeiros. É especulativa qualquer situação que implique uma maior dependência em relação às condições de financiamento.
  
3. Uma unidade *Ponzi* é uma unidade especulativa que antecipa ser incapaz de pagar os juros das dívidas que contraiu com as suas receitas operacionais. Assim, uma unidade *Ponzi* tem de aumentar de uma forma continuada o seu endividamento para poder continuar a pagar os juros dos empréstimos anteriormente contraídos.

As unidades especulativas, e de uma forma mais acentuada as unidades Ponzi, tendem a depender da venda de activos para dispor de um fluxo monetário que lhes permita fazer face aos seus compromissos o que como iremos ver pode gerar uma desestabilização dos preços dos activos com consequências perniciosas sobre o investimento. Com estas definições como pano de fundo importa agora inquirir sobre a explicação que Minsky dá para o desenvolvimento endógeno da fragilidade financeira, ou seja, para um aumento da proporção de unidades especulativas e *Ponzi* na economia ao longo do ciclo económico.

#### **3.3.4.O Desenvolvimento Endógeno da Fragilidade Financeira**

Minsky (1982) inicia a sua análise com uma economia que saiu de uma recessão e iniciou uma nova fase de crescimento económico. Inicialmente as empresas e os bancos têm estruturas financeiras robustas porque os activos são avaliados de uma forma bastante conservadora, o recurso à dívida é modesto, as margens de segurança das suas estruturas financeiras são amplas e nos seus balanços a moeda e outros activos bastante líquidos figuram de uma forma proeminente. A memória da crise anterior significa que tanto os bancos como as empresas são bastante prudentes na sua avaliação do nível aceitável de endividamento, que nesta fase é relativamente reduzido.

No entanto, a combinação de uma postura financeira prudente com uma economia em crescimento faz com que as expectativas que os agentes formam em relação aos lucros futuros tendam a ser confirmadas pela realidade. Isto tem por efeito fazer com que as expectativas se tornem mais optimistas e com que os agentes tendam a ter cada vez mais

confiança nas suas projecções. Assim, tanto as empresas como as instituições financeiras tendem a proceder a uma revisão dos níveis de risco admissíveis, as suas margens de segurança anteriores passam a ser vistas como demasiado cautelosas e ocorre uma diminuição da preferência pela liquidez. A procura de financiamento externo por parte dos investidores aumenta, financiamento esse que está disponível uma vez que os bancos e outras instituições financeiras partilham o optimismo crescente dos investidores. As expectativas optimistas, a menor preferência pela liquidez, a contracção das margens de segurança, o aumento dos níveis de endividamento, a aceleração do crédito e a inovação financeira aumentam os preços dos activos e, portanto, o preço de procura do investimento em relação ao preço da oferta. A elevação dos preços dos activos em relação à moeda, aos outros activos líquidos e à produção corrente gera um aumento da taxa investimento e consequentemente dos lucros, que permitem o pagamento das dívidas contraídas, desencadeando as condições para o fim do que Robinson (1971) designa, em alternativa à noção de equilíbrio, por período de tranquilidade, e para o início de um *boom* de investimento financiado com um recurso crescente à dívida. Isto leva a um aumento endógeno da proporção de unidades especulativas na economia.

Estão criadas as condições para uma “economia eufórica” (Minsky, 1982a) em que todos os agentes acreditam que o futuro é um prolongamento das presentes condições favoráveis. As expectativas são cristalizadas no preço que se está disposto a pagar pelos activos no mercado de capitais. A especulação nos mercados financeiros, financiada pelo recurso à dívida, é um dos atributos de uma economia eufórica, gerando estruturas financeiras em que o pagamento das dívidas assumidas está crescentemente dependente dos ganhos que se espera poder obter através da venda de activos num mercado de

capitais que parece estar em crescimento perpétuo, crescimento esse que, por sua vez, só continua se o endividamento continuar a financiá-lo.

Neste contexto, é essencialmente uma alteração das condições de financiamento que provoca o fim deste processo levando a uma revisão das expectativas formadas durante o *boom*. Wolfson (1994), na sua interpretação de Minsky, enfatiza precisamente o aumento das taxas de juro no desencadear de uma crise financeira. As taxas de juro aumentam porque uma procura de financiamento, que ao longo do ciclo se torna inelástica, tem de se confrontar com uma oferta de crédito que é menos do que perfeitamente elástica.

A procura de financiamento é inelástica porque a natureza da finança especulativa e de Ponzi é de tal ordem que as unidades têm de refinanciar continuamente a sua dívida para fazerem face a aos seus compromissos de pagamento: “a finança especulativa e de Ponzi dá origem a grandes aumentos da procura, inelástica face aos juros, de financiamento” (Minsky, 1982a: 222).

Em relação à oferta de fundos, vários factores coincidem para gerar uma relativa inelasticidade, que poderá ter tendência a acentuar-se. Entre estes factores podemos destacar uma maior prudência por parte dos bancos na concessão de crédito ou uma política monetária mais restritiva.

Esta interacção dá origem a um aumento das taxas de juro com consequências muito negativas: “Num estrutura financeira frágil, as reacções a um aumento das taxas de juro

(...) desencadeiam uma crise financeira, que, por sua vez, pode gerar um processo deflacionário” (Minsky, citado em Wolfson, 1986: 23).

Para Minsky o aumento das taxas de juro tem três consequências: (1) os compromissos de pagamento aumentam em relação às receitas; (2) o valor de mercado dos activos cai em relação ao valor das dívidas contraídas; (3) os financiadores podem decidir restringir o crédito. Isto para Minsky (1982b: 25) quer dizer que “o elemento crítico para explicar porque é que a instabilidade financeira ocorre é o desenvolvimento no tempo histórico de uma estrutura de obrigações que não pode ser validada pelos *cash-flows* ou pelo valor dos activos determinados pelo mercado”.

O aumento das taxas de juro causa uma diminuição do investimento. O declínio do investimento gera uma queda dos lucros, o que por sua vez exacerba os problemas gerados pela estrutura do passivo, torna o refinanciamento menos provável e obriga a uma venda forçada dos activos para gerar liquidez, o que dá origem a um declínio dos preços dos activos. Minsky identifica uma crise financeira com estes dois últimos desenvolvimentos.

### **3.3.5 A Crise Financeira e os Meios para a Evitar**

Uma crise financeira não é assim um fenómeno extemporâneo. Pelo contrário, ela é em grande medida o resultado de uma economia capitalista que gera endogenamente, ao longo do ciclo económico, uma estrutura financeira crescentemente frágil. Neste contexto, a reversão das expectativas optimistas que pode ter como causa próxima um

qualquer evento como a falência de uma grande companhia ou de uma instituição financeira importante (Wolfson, 1994), num contexto de elevado endividamento, gera uma necessidade urgente, rapidamente transformada em pânico, de liquidez. A procura generalizada de liquidez para fazer aos compromissos assumidos conduz a uma queda dos preços dos activos. O colapso dos preços dos activos, as restrições de crédito fruto da reavaliação do risco de crédito e a conseqüente queda do investimento e dos lucros podem segundo Minsky (1982), gerar um processo deflacionário à Fisher, a que já aludimos e cujos encadeamentos fundamentais Minsky aceita, que culmine numa depressão.

Paradoxalmente, ou talvez não, é Minsky (1982: xi) que diz que “o acontecimento mais significativo desde a segunda guerra mundial é algo que não aconteceu: uma depressão longa e profunda”. Isto deve-se fundamentalmente à existência, na economia norte-americana, que é privilegiada na sua análise, de uma estrutura institucional, onde existem, desde a década de cinquenta, o que o autor designa de “Big Bank” e de Big Government”. Assim, os encadeamentos perversos gerados por uma crise financeira foram evitados nos EUA graças, por um lado, à intervenção da Reserva Federal como credor de última instância capaz de gerar a liquidez para estabilizar os mercados financeiros e evitar quedas excessivas dos preços dos activos e, por outro lado, graças à intervenção dos défices governamentais que ao estimularem a procura agregada e ao sustentarem os lucros das empresas evitaram que o excesso de dívida gere pressões deflacionárias.

As intervenções discricionárias dos poderes públicos não são, no entanto, suficientes. Embora este aspecto não tenha sido abordado explicitamente na nossa análise de

Minsky, o autor sempre sublinhou que a sua teoria da instabilidade financeira incorpora a ideia de que o que “acontece na economia muda à medida que as instituições evoluem, de forma que embora os ciclos económicos e as crises financeiras sejam inerentes ao capitalismo, o percurso que uma economia atravessa na realidade depende das instituições, dos usos e das políticas” (Minsky, 1986: 174). A intervenção do governo na regulação da finança é claramente prescrita: “um sistema financeiro complexo, sofisticado e dinâmico como nosso gera endogenamente forças desestabilizadoras tão sérias que as depressões são uma consequência natural do capitalismo sem intervenção do Estado: a finança não pode ser deixada ao mercado” (Minsky, 1986: 292).

### **3.3.6 Liberalização e Instabilidade Financeiras: A Análise de Minsky em Economia Aberta**

Pretendemos agora alargar a grelha de leitura de Minsky, construída originalmente para uma economia fechada. Ao fazê-lo estaremos em melhores condições de apreciar novos factores que podem gerar processos de instabilidade financeira, com consequências potencialmente devastadoras, sobretudo para os países em desenvolvimento que desde os finais da década de oitenta têm vindo a desmantelar os seus sistemas de controlo de capitais e a desregulamentar os seus sistemas financeiros.

Este processo de liberalização financeira corresponde, de acordo com Grabel (1995), à criação de um novo contexto institucional com o surgimento de novas instituições financeiras privadas, de novos instrumentos e mercados financeiros num ambiente de maior concorrência entre os agentes. Esta mudança de regime financeiro tende a estar

associada com uma ruptura na sabedoria convencional em relação às práticas financeiras adoptadas e à avaliação do risco do investimento.

Como já referimos a teoria de Minsky é baseada no reconhecimento da endogeneidade da formação das expectativas dos agentes que intervêm do lado da oferta e da procura nos mercados financeiros. Esta endogeneidade das expectativas resulta da incerteza fundamental que rodeia o perfil presente e futuro da rentabilidade e do risco dos projectos de investimento em activos financeiros e de capital. Neste contexto, os agentes são influenciados por convenções na sua tomada de decisão. Como já notámos a sabedoria convencional não é estática e por isso ao longo do ciclo económico a avaliação do que é um investimento razoável é modificada. Os efeitos conjugados da pressão induzida pela concorrência e pela modificação das expectativas fazem com que os agentes de ambos os lados do mercado tenham tendência para participar em actividades cada vez mais arriscadas. Esse aventureirismo cíclico tende a ser cumulativo e é reforçado pela liberalização financeira: à medida que as expectativas de lucro inicialmente pouco ambiciosas tendem a ser corroboradas ao longo do tempo, as expectativas tendem a tornar-se mais optimistas, os agentes tendem a ter cada vez mais confiança nas suas projecções e a reduzir as suas margens de segurança. Uma manifestação concreta dessas dinâmicas é a tendência para os padrões de financiamento se tornarem mais precários ao longo do ciclo com os agentes a deslocarem-se para posições especulativas, ou seja, para o financiamento a curto prazo de projectos de investimento a longo prazo e para financiamento da aquisição de activos nos mercados financeiros. Este padrão torna os agentes vulneráveis à disponibilidade do crédito e a choque adversos nas taxas de juro. No fundo o sistema torna-se crescentemente frágil (Grabel 1995).

A fragilização financeira no quadro de um sistema aberto aos fluxos de capitais provenientes do exterior, para além de reforçar o processo acima descrito, tende a acrescentar-lhe novas dimensões que merecem ser referidas. Um ponto importante na extensão na análise de Minsky para uma economia de finança liberalizada é a possibilidade dos agentes económicos se poderem financiar no mercado internacional de capitais.

A possibilidade de existirem fluxos de capitais entre países pode acelerar o desenvolvimento da fragilidade financeira. Aqui um dos principais elementos a ter em conta é o risco cambial que pode contribuir poderosamente para exacerbar a fragilidade e a instabilidade financeiras.

Arestis e Glickman (2002) consideram ser necessário que o conceito de unidade especulativa forjado por Minsky seja revisto para uma economia aberta aos fluxos de capitais. Os autores observam que as unidades especulativas, sobretudo instituições financeiras, tendem a contrair empréstimos de curto prazo no exterior a taxas reduzidas que são utilizados para realizarem empréstimos de longo prazo no seu país a taxas de juro substancialmente mais elevadas ou para adquirirem activos financeiros o que as torna vulneráveis em duas frentes: para além de serem vulneráveis a alterações das condições financeiras (mudanças das taxas de juro e quedas dos preços) passariam também a ser vulneráveis a modificações nas taxas de câmbio. Isto faz com que Arestis e Glickman (2002) proponham a designação de unidade super especulativa para descrever o comportamento de qualquer organização que adopte este tipo de postura financeira.

Vejamos agora, de uma forma algo esquemática, como é que uma economia integrada com uma estrutura financeira inicialmente robusta, que esteja a atravessar uma fase de crescimento e que tenha decidido liberalizar o seu sistema financeiro tende a atravessar um ciclo à Minsky reforçado nos seus encadeamentos pelas relações com o exterior.

Em primeiro lugar, uma economia com estas características tenderá a atrair a atenção dos investidores internacionais. Isto será particularmente verdade se as taxas de juro forem baixas nos principais centros financeiros. Os fluxos de capitais provenientes do exterior permitirão, por um lado, aos bancos locais aumentarem o crédito com os empréstimos contraídos no exterior e tenderão a aumentar os preços de todo o tipo de activos financeiros. A entrada de capitais tenderá a apreciar a taxa de câmbio o que será interpretado como uma evidência da robustez da economia em causa, alimentando as expectativas optimistas.

Um dos maiores impactos da abertura é a importação da tendência para a inovação financeira à medida que os investidores estrangeiros procuram novas oportunidades para investirem e os investidores locais começam a ver o exterior crescentemente como uma fonte de financiamento do investimento. Esta era de inovação financeira e a introdução de práticas financeiras internacionais no país representam um poderoso mecanismo para quebrar a barreira da ortodoxia financeira que anteriormente vigorava (Wolfson 2002). Para além disso, o crescimento do preço dos activos, dos investimentos e dos lucros que validam o movimento inicial de contracção de empréstimos no exterior e tendem a reforçá-lo, tornam operativos os mecanismos desestabilizadores de *feedback* positivo que também corroem o conservadorismo financeiro.

O crescimento da dívida privada ao exterior tendencialmente de curto prazo, denominada em moeda estrangeira, é o elemento central num ciclo à Minsky em economia aberta. Esta pode então cair num estado de fragilidade financeira internacionalizada o que a torna propensa, segundo Arestis e Glickman (2002), a um de três desenvolvimentos: (a) a uma crise que tem uma origem interna, mas que tem impactos na sua posição externa; (b) a uma crise que tem uma origem externa, mas que tem impactos na sua situação interna; (c) a uma interacção entre (a) e (b) que intensifica a crise.

A eclosão de uma crise, qualquer que seja a sua origem, traduzir-se-á numa fuga generalizada para activos mais líquidos. No caso de uma economia aberta, a preferência pela liquidez dos investidores nacionais e internacionais manifestar-se-á por uma fuga de capitais em direcção a activos denominados noutras moedas o que acentuará o colapso do preço dos activos. A fuga de capitais faz com que a taxa de câmbio se torne, neste contexto, uma fonte adicional de incerteza, em relação à qual as expectativas podem sofrer oscilações com consequências potencialmente desastrosas (Dymski, 1999). A interacção cumulativa entre a dívida e a taxa de câmbio pode gerar um processo deflacionário e levar a economia para um curso depressivo mais acentuado. O que nos interessa sublinhar é o efeito que a dimensão cambial tem na vulnerabilidade de todas as unidades que se endividaram no exterior. O aumento do serviço da dívida aliado à quebra das receitas originam simultaneamente o aumento das dificuldades das unidades em refinanciarem as suas posições e o aumento dos incumprimentos e das falências.

A intervenção dos poderes públicos que poderia bloquear a interacção perversa entre a dívida e a deflação é precisamente dificultada pelo canal que tende a reforçar as dificuldades: a posição do país face ao exterior que se cristaliza na sua taxa de câmbio.

Quando os empréstimos são contraídos em moeda estrangeira a capacidade do banco central para actuar como credor de última instância é fortemente constringida pela dimensão das suas reservas. Como não existe à escala global um “big bank” capaz de injectar liquidez nas economias em dificuldades os encadeamentos perversos não são interrompidos. Por outro lado, a existência de uma política macroeconómica de expansão da procura necessita, para ser efectiva em economia aberta, de uma coordenação das políticas dos diversos governos o que é bastante difícil (Wolfson, 2002). Pelo contrário, as recomendações das instâncias internacionais (FMI), dominadas por uma visão ortodoxa dos equilíbrios macroeconómicos, apontam recorrentemente para uma política deliberada de redução da procura agregada o que tende a aumentar as dificuldades.

Em conclusão, a teoria de Minsky pode ser alargada para um contexto global. Nele a fragilidade financeira é aumentada pela possibilidade dos fundos transporem as fronteiras, pelo aumento da exposição ao risco cambial e pela especulação com as taxas de juro que vigoram nos diferentes mercados nacionais. Este enquadramento teórico irá, no próximo capítulo, ajudar-nos a interpretar os contornos da crise que se abateu, em 1997-1998, sobre vários países asiáticos.

## **Capítulo 4**

### **A Crise Asiática**

“A história financeira é escrita pelos credores. Quando a crise financeira ocorre é aos devedores que é atribuída a culpa” (Sachs e Radelet, 1998: 1).

#### **4.1 Introdução**

Pretendemos neste capítulo cruzar as abordagens teóricas desenvolvidas nos dois capítulos anteriores, demonstrando a sua capacidade para interpretar o percurso das economias do leste asiático durante a década de noventa que culminaria em 1997 e 1998 na que foi, desde a década de trinta do século passado, provavelmente a maior crise financeira, envolvendo simultaneamente um intenso processo de deflação através da dívida, com quedas acentuadas dos preços, nomeadamente dos preços dos activos financeiros, crises cambiais e bancárias profundamente agravadas por uma resposta pré-keynesiana induzida pelo FMI.

Para atingir este propósito será necessário realizar uma breve contextualização que forneça algumas indicações sobre as economias em questão. Particularmente destacado será o processo de liberalização financeira, encetado por estas economias a partir do início da década de noventa, no quadro da terceira etapa da formação de um espaço financeiro à escala global<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Ver o primeiro capítulo.

Esperemos que resulte claro que este processo, realizado em economias que até aí tinham conhecido taxas de crescimento económico sem precedentes na história do capitalismo, originou a emergência de uma convenção que desencadeou um espectacular influxo de capitais de curto prazo que associado à proliferação de oportunidades especulativas e a uma intensa pressão concorrencial permitia um acelerado desenvolvimento endógeno da fragilidade financeira à Minsky que desembocaria na crise.

## 4.2 Crescimento e liberalização financeira

Os países asiáticos conheceram desde os finais da década de sessenta taxas anuais de crescimento económico sem paralelo no resto da economia mundial (Quadro 4.1).

**Quadro 4.1 – Taxa de Crescimento Económico  
1970-1996 (% média anual)**

	1970-1979	1980-1989	1990-1996
Coreia do Sul	9,3	8	7,7
Indonésia	7,8	5,7	7,2
Malásia	8	5,7	8,8
Tailândia	7,3	7,2	8,6
Economia Mundial	4,1	3,1	1,8

Fonte: Singh (2000)

Embora esteja para além deste capítulo indagar das múltiplas causas para tão assinalável percurso, não podemos deixar de referir, ainda que brevemente, algumas das características centrais referentes sobretudo ao sistema financeiro, genericamente partilhadas por todos os países referidos e que permitem que se possa falar, de acordo

com Singh (2000), até meados da década de noventa, de um modelo asiático de desenvolvimento capitalista guiado pelo Estado.

De facto, este modelo assentou num importante envolvimento do Estado na afectação de recursos, o que na literatura aparece associado à noção de “Estado desenvolvimentista” (Wade, 1998). Sem querermos ser exaustivos, e tendo sobretudo em vista o exemplo da Coreia do Sul, podemos afirmar que aí o governo favoreceu deliberadamente o desenvolvimento de grandes conglomerados industriais – conhecidos na Coreia por *chaebol* e que acabaram por dominar os mercados interno e de exportação – através de uma política industrial vigorosa cujo objectivo básico era modificar a matriz dos preços e dos incentivos que as empresas enfrentavam na direcção preferida pelo governo que para eles canalizava os elevados investimentos públicos realizados em investigação tecnológica aplicada. A aposta central era a inserção estratégica destes grupos na economia mundial o que se traduziu na implementação selectiva de controlos sobre determinadas importações para proteger sectores industriais emergentes que eram, no entanto, sujeitos a exigentes critérios de performance nos mercados exportadores (Singh, 2000). Esta inserção na economia mundial não envolvia o sistema financeiro, que estava submetido a um apertado controlo por parte do governo sobretudo no que dizia respeito às operações financeiras com o exterior, o que era alicerçado numa participação activa do Estado na concessão de crédito através de bancos públicos.

O rápido crescimento económico requeria elevados níveis de endividamento de forma a permitir um ritmo de acumulação de capital superior ao que a disponibilidade de fundos próprios das empresas permitia. Aliás, a existência de empresas com elevados quocientes de endividamento sobre os seus capitais próprios era comum na generalidade

dos países asiáticos, sendo fomentada pelas mais altas taxas de poupança das famílias a nível mundial (cerca de um terço do PIB), essencialmente depositadas nos bancos que as canalizavam para as empresas. Uma vez que nem o Estado nem as famílias recorriam ao crédito todo o sistema estava enviesado a favor das empresas e da manutenção de taxas de investimento duradouramente superiores a 30% do PIB. Elevados rácios de depósitos bancários e de intermediação bancária em relação ao PIB e de endividamento empresarial em relação aos capitais próprios são sinónimos de fragilidade financeira à Minsky, em que choques que deprimam a procura e os lucros das empresas ou que reduzam o crédito disponível podem ter consequências muito sérias sobre a liquidez ou mesmo sobre a solvência das empresas.

No entanto, e este é talvez um dos principais segredos do sucesso de muitos países asiáticos, esta fragilidade financeira latente era estruturalmente superada pelo controlo que o governo exercia sobre todo o sistema de crédito – incentivando a existência de relações estreitas de cooperação a longo prazo entre os bancos e as empresas – pela existência de controlos de capitais que impediam os seus súbitos influxos e refluxos e por uma política monetária acomodatória. Wade e Veneroso (1998: 7) resumiram este sistema, em parte responsável pelas elevadas taxas de crescimento verificadas: “Elevadas taxas de poupança, mais elevados níveis de endividamento das empresas, mais a colaboração Estado-bancos-empresas, mais uma estratégia industrial nacional, mais incentivos ao investimento dependentes da competitividade internacional, é igual ao ‘Estado desenvolvimentista’”.

Assim a importância da intervenção do Estado em múltiplas esferas da actividade económica acabou mesmo por ser reconhecida pelo Banco Mundial que, numa publicação de 1993 significativamente intitulado *East Asian Miracle*, afirmava:

As intervenções em termos de políticas públicas tiveram várias formas – crédito direccionado e subsidiado para certas indústrias, taxas de juro reduzidas para os depósitos e tectos para as taxas dos empréstimos (...) protecção do mercado interno para certas indústrias, estabelecimento de bancos estatais, investimento público na investigação aplicada, fixação de objectivos ao nível de empresa e de sectores industriais para exportação, desenvolvimento de estruturas de comercialização das exportações, partilha de informação entre o sector público e privado (citado em Singh, 2000: 347).

Apesar disto, de acordo com Crotty e Dymski (1998), desde os finais da década de oitenta que os países ocidentais e diversas instituições internacionais – Banco Mundial, FMI, OCDE – pressionavam os países do Leste Asiático para desmantelarem aspectos essenciais dos seus altamente protegidos e regulamentados sistemas financeiros. Esta pressão intensificou-se em parte devido ao facto dos lucros que as instituições financeiras internacionais poderiam obter nesta área estarem significativamente estrangidos pelo controlo que estes países exerciam sobre os fluxos de capitais.

Para além da pressão externa, a pressão interna para a liberalização financeira também desempenhou o seu papel. Assim, na Coreia do Sul, por exemplo, os grandes conglomerados industriais – os *chaebols* – começaram, de acordo com Chang e Yoo (2000), a ver o controlo governamental sobre a concessão de crédito e sobre as operações financeiras com o exterior – elementos essenciais da sua política industrial – como um fardo que impedia o seu acesso aos mercados financeiros internacionais onde

poderiam obter, em condições mais favoráveis, empréstimos para financiarem os seus colossais projectos de investimento.

A conjugação da pressão interna e externa desembocou na adopção generalizada pelos governos destes países, com maiores ou menores diferenças no ritmo e no alcance, de um vasto programa de reformas financeiras neoliberais que no início da década de noventa transformou a paisagem financeira da região (Gabel, 2002)<sup>2</sup>.

De uma forma muito resumida este programa traduziu-se essencialmente em medidas liberalização interna do sistema financeiro e na abertura das contas de operações de capital. Foram abolidos os tectos e as restrições que pesavam sobre as taxas de juro, a autonomia dos bancos na concessão de crédito foi alargada, as barreiras à entrada na generalidade das actividades financeiras foram reduzidas, o acesso dos investidores internacionais aos mercados financeiros locais, nomeadamente ao mercado accionista e obrigacionista, foi encorajado. Particularmente importante neste contexto foi a liberdade, adquirida pelos agentes financeiros (sobretudo bancos, cujo número aumentou exponencialmente em todos os países referidos<sup>3</sup>) e pelos agentes não financeiros, de financiarem as suas actividades com recurso ao crédito contraído no exterior e denominado noutras moedas, o que implicou o desmantelamento dos controlos existentes à entrada e saída de capitais. Como pano de fundo deste programa

---

<sup>2</sup> Em meados dos anos noventa, de acordo com Crotty e Lee (2002), os três pilares em que assentava o modelo de desenvolvimento sul coreano (regulamentação financeira interna, apertados controlos de capitais e controlo estatal sobre o investimento dos *chaebols*) tinham sido corroidos, o que leva os autores a falar no efectivo desmantelamento do Estado desenvolvimentista na segunda metade da década de noventa.

<sup>3</sup> O exemplo da Indonésia reflecte os desenvolvimentos de toda a região. Assim, de acordo com Radelet e Sachs (1998), o número de bancos passou de 78 em 1988 para 206 dez anos mais tarde. Na Tailândia a criação em 1992 a criação da *Bangkok International Banking Facility* permitiu o rápido crescimento das instituições financeiras que se dedicavam sobretudo a realizar operações de intermediação financeira com múltiplas ligações aos mercados internacionais, facilitando enormemente a expansão do crédito interbancário proveniente do exterior.

de reformas financeiras estava o compromisso, mais ou menos implícito, da parte dos governos em manterem uma taxa de câmbio fixa das suas moedas em relação ao dólar. Esta ancoragem ao dólar, bem sucedida até meados de 1997, engendrou um sentimento de grande segurança por parte dos investidores internacionais em relação ao risco cambial associado às operações realizadas nestes países. O influxo de capitais que se seguiu, ao permitir a acumulação de substanciais de reservas cambiais, contribuiu por sua vez para reforçar as expectativas de estabilidade cambial<sup>4</sup>.

Na raiz do espectacular influxo de capitais<sup>5</sup> que não parou de acelerar até 1997 (Quadro 4.2), para além da liberalização financeira e da confiança dos investidores na evolução macroeconómica dos países considerados, estiveram também causas endógenas à finança, no sentido em que foram o resultado de uma conjuntura puramente financeira (Orléan, 1999). De facto, a extraordinária expansão da liquidez que se verificou na década de noventa foi em parte resultado da expansão monetária e da redução das taxas de juro verificadas, no início dos anos noventa, nos EUA, quando a Reserva Federal decidiu reduzir as taxas de juro para enfrentar a recessão e a fragilidade financeira das empresas norte-americanas e, em meados da mesma década, no Japão como forma de enfrentar as consequências do rebotamento da bolha especulativa. Isto gerou massas colossais de capitais em busca de valorização que encontraram na Ásia um campo extremamente promissor.

---

<sup>4</sup> Para além disso, os influxos parecem ter criado até 1997 uma pressão para a valorização da taxa de câmbio colocando a atenção dos especuladores e das autoridades no sentido da apreciação e não da depreciação cambial.

<sup>5</sup> Dados do FMI (citados em Brenner, 2002) indicam que, entre 1990 e 1995, os fluxos de capitais de portfólio, essencialmente controlados pelos grandes investidores institucionais, para os países ditos em desenvolvimento, atingiram cerca de 350 mil milhões de dólares, sendo que perto de 75% desses fluxos foram canalizados para os países asiáticos (excluindo o Japão).

Uma análise dos fluxos de capitais privados que afluíram a esta zona permite-nos sublinhar algumas das suas características e alguns dos seus principais efeitos. O predomínio do crédito bancário, responsável, entre 1994 e 1996, por mais de metade dos fluxos de capitais é o facto mais saliente. De notar que cerca de dois terços do crédito concedido neste período tinha um horizonte inferior a um ano, sendo que 40% estava denominado em yens e o resto em dólares<sup>6</sup>.

**Quadro 4.2 – Fluxos de Capitais Privados** (mil milhões de dólares)  
(Coreia do Sul, Indonésia, Malásia, Filipinas e Tailândia)

	1994	1995	1996	1997
Capitais Privados (Líquidos)	40,5	77,4	93	-12,1
Activos	12,2	15,5	19,1	-4,5
Investimento Directo	4,7	4,9	7	7,2
Investimento de Portfólio	7,6	10,6	12,1	-11,6
Crédito Privado	28,2	61,8	74	-7,6
Bancos	24	49,5	55,5	-21,3
Outras Instituições Fin.	4,2	12,4	18,4	13,7

Fonte: Radelet e Sachs (1998)

A conjugação de elevadas taxas de poupança interna com um influxo maciço de capitais e com a multiplicação interna de novas instituições financeiras alimentou uma brutal expansão do crédito. A título de exemplo, na Malásia, entre a liberalização financeira no início da década de noventa e o eclodir da crise financeira em 1997, o crédito concedido ao sector privado passou de 67% do PIB para cerca de 135% e na Tailândia de 64% para 142%. Este crescimento do crédito, sobretudo de curto prazo, alimentou os já de si elevados níveis de investimentos produtivos nestas economias. No entanto, conjugado com os também elevados investimentos de portfólio que afluíram à região, foi

<sup>6</sup> A natureza de curto prazo do crédito concedido pelas instituições bancárias internacionais a instituições financeiras da zona demonstra que a forte preferência pela liquidez, que associámos no capítulo 1 às estratégias de investimento das instituições financeiras não bancárias, também parece ser partilhada pelos bancos internacionais, sobretudo quando se trata de conceder crédito a zonas periféricas ou semi-periféricas da economia mundial.

parcialmente canalizado, como não podia deixar de ser, para investimentos de natureza especulativa. Assim, pelo menos na Tailândia e na Malásia, os índices bolsistas e sobretudo os índices de preços do imobiliário registaram, neste período, taxas exponenciais de crescimento alimentadas pelo recurso ao crédito de curto prazo<sup>7</sup>. Estas economias foram confrontadas com um mecanismo financeiro clássico em que os agentes financiam as suas operações através do recurso a um endividamento crescente que é acomodado pelos bancos porque os bens imobiliários ou as acções que os devedores oferecem como colateral parecem, num quadro de incerteza em relação à evolução futura dos preços, constituir uma garantia com alguma solidez.

Até 1997, as economias asiáticas, que no início da década de noventa tinham liberalizado as suas estruturas financeiras, beneficiaram de um influxo maciço de capitais de curto prazo que deu origem a uma explosão do crédito canalizado para investimentos com um elevado grau de irreversibilidade, associados à criação de capacidade produtiva adicional no sector industrial e para investimentos especulativos facilmente reversíveis, pelo menos enquanto os preços dos activos estavam em acentuado crescimento, no mercado accionista e imobiliário<sup>8</sup>. Este processo abriu o caminho para um ciclo à Minsky com encadeamentos que se revelariam particularmente perversos.

---

<sup>7</sup> No entanto, o mesmo não se passou na Coreia. Como iremos ver a sua vulnerabilidade financeira estava concentrada nos investimentos industriais realizados na década de noventa com um recurso crescente ao crédito de curto prazo contraído no exterior, o que fez com que a dívida externa passasse de 43 mil milhões de dólares em 1993 para 120 mil milhões em meados de 1997 (Chang e Yoo, 2000).

<sup>8</sup> De notar que, ao contrário do que se tinha verificado na América Latina nas décadas de oitenta e de noventa, o influxo de capitais não serviu para financiar despesas de consumo, cujo peso no PIB permaneceu estável, nem para financiar a aumentos da despesa pública já que os governos continuaram geralmente a exibir excedentes orçamentais (Palma, 1998).

### 4.3 Convenção e desenvolvimento endógeno da fragilidade financeira

A liberalização e abertura financeiras de economias com um longo historial de crescimento económico, num quadro de abundante liquidez à escala internacional, criaram nos agentes financeiros internacionais bancários e não bancários expectativas bastante optimistas que engendraram a emergência, por alguns anos, de uma verdadeira convenção que podemos designar, na esteira do relatório do Banco Mundial acima mencionado, por *Milagre Asiático* com as características e os efeitos descritos no capítulo 2 e que muito contribuíram para o desenvolvimento endógeno da fragilidade financeira cujas principais fontes importa deslindar.

Durante a década de noventa, os bancos ocidentais e japoneses concederam volumes de crédito substanciais a empresas financeiras e não financeiras asiáticas. De acordo com Wade e Veneroso (1998), esta concessão de crédito baseou-se em dois pressupostos: o de que o rápido crescimento que estas economias haviam conhecido até aí iria continuar indefinidamente e o de que as taxas de câmbio iriam permanecer estáveis. A concorrência entre instituições financeiras que queriam captar clientes e ganhar quotas de mercado, num contexto de crescimento acelerado, onde eram muitas as oportunidades de realizar lucros significativos, terá contribuído para que ignorassem quaisquer limites prudenciais ao concederem crédito, na sua esmagadora maioria de curto prazo, a empresas com quocientes de endividamento sobre os seus capitais próprios já de si bastante elevados.

Particularmente importante, neste contexto, foi a generalização do chamado “carry trade” que consistia na prática, durante alguns anos muito lucrativa, de contrair

empréstimos de curto prazo denominados em moeda estrangeira em áreas, como o Japão ou os EUA, onde as taxas de juro eram bastante mais reduzidas e depois canalizar os fundos para projectos de investimento nos países asiáticos com horizontes temporais bastante superiores, a taxas de juro bastante mais elevadas. Adoptada por muitas instituições financeiras asiáticas, esta prática revelou-se, de acordo com Wolfson (2000), uma das principais fontes de fragilidade financeira. A título de exemplo, em 1997, cerca de 64% das dívidas ao exterior dos bancos de investimento coreanos eram de curto prazo enquanto que 85% dos seus créditos eram de longo prazo.

As bases em que assentava a vigorosa expansão das economias do leste asiático estavam a ser minadas, em parte pelos mesmos factores que asseguravam a sua sustentação. De facto, a aceleração dos problemas de excesso de capacidade e de produção a nível internacional em sectores industriais chave para as exportações de muitas economias do leste asiático<sup>9</sup>, conjugada com a apreciação do dólar, ao qual a maioria das moedas da região estava ancorada, face ao yen a partir de 1995<sup>10</sup>, contribuíram para uma desaceleração das exportações, principal causa para a degradação da situação da balança corrente das economias da região a partir de 1995, embora esta não tenha sido particularmente pronunciada.

Os conglomerados industriais, sobretudo coreanos, que haviam sido, directamente ou indirectamente, os grandes receptores dos fluxos de capitais de curto prazo viram os seus avultados investimentos concentrados em sectores, como os semicondutores (cujo

---

<sup>9</sup> Obviamente que para este fenómeno de sobreprodução muito contribuiu a impressionante expansão da capacidade produtiva do leste asiático durante a década de noventa. Impulsionada pelo crédito barato que afluiu à região a formação total do capital (soma dos investimentos empresariais, governamentais e residenciais) cresceu (excluindo o Japão), entre 1990 e 1996, cerca de 300% (Brenner, 2002).

<sup>10</sup> Entre meados de 1995 e 1997 o yen caiu cerca de 60% face ao dólar, enquanto que o yuan (a moeda chinesa) se desvalorizou cerca de 50%. Isto significou, de acordo com Brenner (2002: 158), que estas economias estavam a ser crescentemente pressionadas “pela competição chinesa nos bens não sofisticados e de média tecnologia e pela competição japonesa nos produtos sofisticados”.

preço por unidade passou de 50 dólares para 5 dólares em apenas dois anos), o aço ou a indústria automóvel, onde o excesso de capacidade de produção a nível internacional se tornou evidente, sobretudo a partir de 1995 (Kregel, 1999). Reflexo disso foi a queda acentuada dos preços dos bens industriais, em dólares, a nível mundial em 1996 (-2,7%) e sobretudo em 1997 (-7,3%) que colocou uma enorme pressão sobre as taxas de lucro das empresas da região. Na Coreia do Sul, de acordo com Brenner (2002: 161), em 1996, a taxa de lucro (lucros antes do pagamento dos juros sobre os activos totais) “caiu repentina e acentuadamente 75%, entrando em território negativo em 1997 e 1998”.

Os termos especulativo e Ponzi forjados por Minsky para indicar a dificuldade relativa das diversas unidades em pagarem, com os fluxos de rendimentos decorrentes das suas actividades, a dívida contraída durante a fase ascendente do ciclo revelam-se agora de grande utilidade para descrever a situação em que um número crescente de unidades industriais e financeiras asiáticas se encontravam, a partir de 1996, pressionadas pela necessidade de fazerem face a dívidas de curto prazo que haviam contraído e pela redução dos seus lucros. Uma unidade especulativa tende a enfrentar problemas de liquidez no curto prazo, tendo necessidade de renovar e renegociar os empréstimos contraídos. Uma unidade Ponzi é pura e simplesmente incapaz de pagar os empréstimos em curso, tendo de expandir continuamente o montante da dívida contraída para continuar em actividade. Um conjunto adicional de factores contribuiria, a partir de meados de 1997, para que o número de unidades neste eixo, que vai da falta da liquidez à insolvência, aumentasse exponencialmente.

No entanto, e este é um dos efeitos notáveis da existência de uma convenção, a fragilidade financeira crescente não impediu uma aceleração do influxo de capitais que

atingiu em 1996, o ano anterior à crise, o seu valor mais elevado de sempre. Este influxo permitiu a continuidade dos fluxos de crédito de que as empresas da região cada vez mais dependiam demonstrando, como já referimos, que os agentes, a partir do momento em que partilham uma crença numa determinada evolução que orientou a formação das suas expectativas e as suas estratégias de investimento, tendem a subestimar de forma sistemática os sinais e as anomalias que se vão acumulando e que apontam para a insustentabilidade da situação. Quando o fazem os desequilíbrios financeiros atingiram geralmente uma dimensão tal que o processo de revisão não se poderá desenrolar de uma forma ordeira e sem perturbações.

O enfraquecimento do espírito crítico e a tendência para não se pôr em causa a sabedoria convencional desencadeiam a designada miopia face ao desastre em que os mercados financeiros são pródigos em contextos em que a incerteza face ao futuro é um dado incontornável. Orléan (1999) analisou uma série de indicadores e de avaliações sobre a situação nos países do leste asiático, do *spread* dos seus títulos da dívida pública em relação às obrigações dos títulos do Tesouro norte-americano, até à avaliação da situação macroeconómica da região feita pelo FMI, passando pelas avaliações feitas pelas agências de notação que são atentamente seguidas por todos os intervenientes nos mercados financeiros, e concluiu que até à eclosão da crise nenhum dos agentes envolvidos antecipou o que se viria a passar.

Na nossa opinião, e seguindo Minsky, a eclosão de uma crise é sempre preparada pelo desenvolvimento endógeno de uma situação onde as cadeias de relações financeiras que envolvem os diversos agentes apresentam diversos elos fracos que, no entanto, só *a posteriori* é que são visíveis.

## 4.4 A Eclosão da Crise

Num ambiente financeiro frágil a conjugação de uma série de acontecimentos fortuitos pode levar a uma súbita e dramática revisão das expectativas dos agentes e a um estilhaçar da convenção que havia suportado a anterior situação (Crotty, 1994). A identificação desses acontecimentos que funcionam como detonadores da crise é quase sempre difícil. No entanto, existem alguns bons candidatos que são reveladores dos elos mais fracos das economias do leste asiático.

De acordo com Palma (1998), os principais detonadores da crise asiática foram o colapso de algumas instituições financeiras Tailandesas e a falência de importantes empresas coreanas. De facto, no princípio de 1997, uma série de *chaebols* sul coreanos entraram em processo de falência – a começar pelo colosso da siderurgia *Hambo Steel* que declarou falência em Janeiro, deixando cerca de 6 mil milhões de dólares de dívidas. Estas falências começaram a pressionar internamente o sector financeiro e a suscitar o receio dos credores estrangeiros de que outras empresas pudessem estar na mesma situação. Na Tailândia, também nesta altura, uma das maiores empresas ligadas ao sector imobiliário, cuja bolha especulativa se tinha começado a esvaziar no final de 1996, declarou a sua incapacidade em pagar a dívida que tinha contraído ao exterior. Apesar destes episódios os influxos de capital não mostraram sinais de desaceleração. Até que na primavera desse ano, a incapacidade do governo da Tailândia em montar uma operação de salvamento da *Finance One* – a maior empresa financeira do país –, num contexto em que crescia a incerteza nos mercados internacionais acerca da evolução dos diferenciais das taxas de juro que tinham suportado o até aí lucrativo “carry trade”, alimentada pelo rumor, que se revelou infundado, de que o governo

japonês, face à emergente recuperação da economia nipónica, se preparava para subir as taxas de juro, precipitou os acontecimentos.

Assim, a falência de empresas industriais que haviam acumulado dívidas ao exterior de curto prazo para financiarem investimentos de longo prazo, as dificuldades de empresas financeiras que operavam no até aí pujante sector bancário desregulamentado e liberalizado, conjugadas com as dúvidas sobre a continuidade de determinadas cadeias de financiamento, num contexto em que se começava a por em causa a sustentabilidade das taxas de câmbio das moedas da região, funcionaram como novas saliências para os investidores nacionais e internacionais, alterando de um momento para o outro toda a sua visão sobre o futuro destas economias, o que se traduziu na repentina e brutal inversão dos fluxos de capitais que atingiu cerca de 105 mil milhões de dólares (de um influxo de 93 mil milhões em 1996 para um refluxo de 12,1 mil milhões de dólares em 1997) representando cerca de 11% do PIB dos cinco países asiáticos acima mencionados (Quadro 4.1), com consequências desastrosas na estrutura económica e social dos países envolvidos.

Um dos elementos cruciais na eclosão da crise foi a pressão que o refluxo de capitais não podia deixar de exercer sobre as taxas de câmbio das moedas envolvidas. Relembremos que a ancoragem destas moedas do leste asiático ao dólar tinha sido um dos pilares essenciais da sua crescente integração nas rotas da finança internacional, tendo conseguido assegurar que durante mais de dez anos a variação das suas taxas de câmbio em relação ao dólar não ultrapassasse os 10%. Os esforços dos governos para sustentarem as taxas de câmbio das suas moedas, utilizando as suas importantes reservas revelar-se-iam incapazes de sustentar a sangria de capitais e, como iremos ver,

tenderiam mesmo a agravá-la. A forte queda do *baht* a 2 de Julho assinalou o início de uma série de desvalorizações de outras moedas que, só até Dezembro, perderiam cerca de 20% do seu valor, num exemplo eloquente do efeito de contágio associado à percepção por parte dos investidores de que todas as economias partilhavam problemas semelhantes. A convenção *Milagre Asiático* tinha sustentado a ascensão simultânea de vários países e o seu estilhaçar haveria de conduzir à sua queda num ciclo com encadeamentos microeconómicos e macroeconómicos extremamente perversos.

#### **4.5 A interacção entre a dívida e a deflação em economias abertas**

Um dos efeitos do fim de uma convenção é a emergência das forças da desconfiança em relação à pertinência das dinâmicas anteriores o que se traduz numa súbita preferência pela liquidez. Numa economia aberta aos fluxos de capitais isto significa que os investidores irão procurar desfazer-se dos activos que detêm nessa economia e transferir os seus capitais para os activos considerados mais seguros em economias centrais, dando origem ao colapso dos preços.

No caso específico das relações de crédito, os credores, confrontados com a possibilidade da insolvência dos devedores, irão procurar recuperar os seus empréstimos o mais rapidamente possível, pois sabem que, face à dimensão das dívidas em relação às reservas desses países e face ao temor de que os outros credores se possam antecipar, essa é, do ponto de vista individual, a única atitude racional.

No entanto, e estamos aqui confrontados com um problema de coordenação, se todos agirem da mesma forma, e no caso da crise asiática todos agiram da mesma forma, o resultado é globalmente irracional, conduzindo inevitavelmente a uma depressão. Como afirma Wolfson (2000), toda a região foi obrigada a reembolsar empréstimos e a realizar pagamentos que eram muito superiores às suas importantes reservas cambiais. Kregel (1999) estabelece o paralelismo com uma corrida aos bancos. Tal como nenhum banco, em nenhuma parte do mundo, tem capacidade para proceder simultaneamente ao pagamento de todos os depósitos, nenhum país aberto ao fluxo de capitais tem capacidade para pagar instantaneamente todas as suas dívidas de curto prazo sem um colapso das suas taxas de câmbio e sem uma desestruturação das suas relações económicas.

A desvalorização das taxas de câmbio, num contexto de elevados níveis da dívida privada de curto prazo contraída no exterior (Quadro 4.3), revelar-se-ia absolutamente desastrosa.

**Quadro 4.3 – Dívida Privada Externa de Curto Prazo em Junho de 1997** (mil milhões de dólares)

	Dívida	Reservas	Dívida de Curto Prazo /Reservas (%)
Coreia do Sul	70,2	31,3	224
Indonésia	34,7	18,9	184
Tailândia	45,6	37,7	121
Filipinas	8,3	9,4	88
Malásia	16,3	26,6	61

Fonte: Arestis e Glickman (2002)

De facto, as desvalorizações cambiais, ao fazerem crescer automaticamente o valor real das dívidas a serem pagas, aumentaram enormemente a pressão sobre os devedores, cujos empréstimos estavam na sua maioria denominados em dólares ou em yens,

fazendo aumentar o número de empresas e de instituições financeiras incapazes de assumirem os compromissos de pagamento das dívidas contraídas. À medida que isto acontecia os motivos para os credores retirarem os seus capitais, exigindo o reembolso imediato da totalidade da dívida contraída e recusando renovar ou renegociar o crédito concedido aumentavam.

Para tentarem evitar incorrer em incumprimentos que poderiam acarretar a sua falência, as empresas foram forçadas a vender os seus activos financeiros, os seus inventários, a sua produção, tudo o que pudesse gerar fluxos monetários (Kregel, 1999). No entanto, este processo de *distress selling* estava condenado ao fracasso<sup>11</sup>. À medida que a oferta aumenta, os preços dos activos tendem a reduzir-se o que dificulta a sua venda a um preço que permita aos credores saldarem as suas dívidas. Assim, a tentativa generalizada de vender activos tendeu, por exemplo, a reforçar o colapso dos mercados financeiros já de si bastante fragilizados e a pressionar no sentido descendente a generalidade dos preços. Para além disso, a tentativa de saldar as dívidas ao exterior acarretou a realização de operações cambiais que implicaram um aumento da procura de dólares e de yens o que só contribuiu para reforçar a espiral descendente que pesava sobre o valor da moeda, o que por seu turno aumentava o fardo da dívida. Estava assim em curso um processo de deflação através da dívida, analisado por Fisher (1933: 144) em que “o próprio esforço dos indivíduos para aligeirar o fardo das dívidas provoca o seu aumento” gerando “o maior paradoxo que, atrevo-me a afirmar, é o maior segredo da maioria, senão de todas, as grandes depressões: *Quanto mais os devedores pagam mais eles devem*”. A grande diferença em relação à análise de Fisher é a de que este

---

<sup>11</sup> Os bancos também fazem obviamente parte deste processo. O equivalente bancário do *distress selling* é a súbita exigência por parte dos bancos do reembolso do crédito concedido e a recusa da renovação dos empréstimos e de concessão de crédito adicional.

processo foi reforçado nos seus encadeamentos pela abertura aos fluxos internacionais de capitais e pela reacção dos poderes públicos e do Fundo Monetário Internacional.

**Quadro 4.4 – Movimentos nos Mercados Accionistas  
E nas Taxas de Câmbio (em %)  
(Julho 1997 - Fevereiro 1998)**

	Mercado Accionista	Taxa de Câmbio (em relação ao dólar)
Coreia do Sul	-81,2	-73,5
Indonésia	-32,3	-48,1
Tailândia	-47,9	-43,2
Malásia	-59	-33,3

Fonte: Singh (2000)

De acordo com Minsky (1986), a única forma de travar um processo deflacionário é através da intervenção conjunta de um *big government* que esteja disposto a deixar aumentar o défice para assim aumentar a procura agregada e estabilizar a economia e de um *big bank* capaz de funcionar como credor de última instância, fornecendo a liquidez necessária para evitar o colapso do preço dos activos. Infelizmente, no contexto asiático, ambos estiveram, nos anos cruciais de 1997 e de 1998, significativamente ausentes.

A explicação desta ausência remete-nos, em primeiro lugar, para os constrangimentos internos, ou seja, para a reduzida dimensão dos governos da região (em termos de importância dos orçamentos no PIB) que tenderam até aí a apresentar excedentes orçamentais, e para o facto da sua capacidade de agirem como credores de última instância estar constrangida pela diferença entre a dimensão da suas reservas em dólares e o montante dos empréstimos a reembolsar (Kregel, 1999).

Os constrangimentos internos foram poderosamente reforçados pelos constrangimentos induzidos pelo exterior, em particular, pela intervenção do Fundo Monetário Internacional. De facto, entre Agosto e Dezembro de 1997, a Coreia do Sul, a Indonésia e a Tailândia assinaram acordos com o FMI para a concessão de empréstimos de emergência, num total de 110 mil milhões de dólares, um montante sem precedentes históricos, destinado essencialmente a assegurar o apoio ao pagamento das dívidas aos credores internacionais e a manutenção das taxas de câmbio. No entanto, associados a estes empréstimos estavam um conjunto de condições que, como esperamos demonstrar, assentaram numa avaliação errónea dos problemas e muito contribuíram para agravar a crise. Essas condições envolveram genericamente os seguintes elementos<sup>12</sup>:

- Um pacote de medidas de austeridade orçamental alicerçado na exigência de orçamentos públicos equilibrados ou excedentários obtidos com cortes nas despesas públicas e aumentos dos impostos;
- Um aumento substancial das taxas de juro nominais e um apertado controlo dos agregados monetários, o que fez com que, por exemplo, entre Dezembro e Janeiro as taxas de juro de curto prazo tivessem chegado na Coreia aos 30%;
- Um programa drástico de reformas bancárias e financeiras que envolvia o encerramento de várias instituições financeiras e a imposição acelerada de normas prudenciais internacionais, nomeadamente as que resultavam dos acordos de Basileia de 1986;

---

<sup>12</sup> Para uma análise mais detalhada das condições associadas aos empréstimos do FMI ver Crotty e Dymiski (1998) e Radelet e Sachs (1998) nos quais a nossa análise se baseia largamente.

- A remoção de todas as barreiras que ainda subsistissem aos fluxos de capitais de curto e de longo prazo, às importações e ao acesso por parte de estrangeiros à propriedade de bancos e de empresas.

Como pano de fundo destas medidas estava a convicção de que os países asiáticos enfrentavam um problema conjuntural de balança de pagamentos (Kregel, 1999) e de que tinham vários problemas estruturais essencialmente resultantes de uma insuficiente liberalização das suas economias<sup>13</sup>. A interpretação da crise como um problema de balança de pagamentos justificava, segundo o FMI, o aumento das taxas de juro para restaurar a confiança dos investidores nas moedas, evitando assim a sua acentuada desvalorização, e o enfoque nos orçamentos públicos exigindo a sua contenção.

Na realidade, e como já acima aludimos, o problema principal era a enorme fragilidade financeira do sector empresarial e do sector financeiro resultante de um *excessivo endividamento privado* de curto prazo que serviu para financiar investimentos, num contexto de uma fuga maciça de capitais, que se traduzia na recusa por parte dos credores internacionais em renovarem os empréstimos e na exigência do reembolso da dívida, o que fazia aumentar os compromissos de pagamento ao mesmo tempo que se acentuavam os problemas de excesso de produção resultantes da queda da procura interna e externa.

Aumentar as taxas de juro neste contexto serviu apenas para aumentar o número de unidades especulativas e *Ponzi*, ou seja de empresas com problemas de liquidez e de

---

<sup>13</sup> Não deixa de ser irónico que esta avaliação sobre os problemas estruturais das economias asiáticas contradiga avaliações anteriores do próprio FMI, nomeadamente a propósito dos efeitos das reformas financeiras neoliberais da década de noventa de que tinha sido um dos proponentes. Sobre estas e outras contradições ver Stiglitz (2002).

insolvência, gerando um inevitável aumento do número de falências. Por outro lado, a queda da procura externa, acentuada pelas fortes ligações comerciais entre as economias asiáticas, significava uma crescente dependência de um mercado interno cuja contracção era agravada pelo corte das despesas públicas, necessário para fazer face à queda das receitas, num contexto em que era exigido o equilíbrio orçamental.

No que ao sistema bancário diz respeito, as políticas do FMI contribuíram para agravar as suas dificuldades, em grande medida produto de práticas financeiras especulativas, devido ao efeito conjugado do aumento do crédito incobrável e da imposição drástica de normas prudenciais que muitos bancos não estavam em condições de cumprir. Esta pressão sobre o sistema bancário, acentuada pela exigência de reestruturação e de encerramento de vários bancos, contribuiu para a perda de confiança que se traduziu em vários episódios de corridas aos depósitos, particularmente evidentes na Indonésia, que só acentuaram a fragilidade bancária.

Neste contexto depressivo e altamente instável a tendência para a fuga de capitais só se podia acentuar, mesmo num contexto de subida das taxas de juro. De facto, uma das lições da crise asiática parece ter sido a de que, num quadro de uma economia aberta à livre circulação de capitais, a tentativa de impedir, num contexto deflacionário, a fuga de capitais e de sustentar a taxa de câmbio, através de um aumento das taxas de juro parece apenas acentuar as tendências que se pretendiam bloquear. Isto mesmo foi sublinhado por Stiglitz (2002: 154): “Os investidores locais não estavam interessados em aplicar o seu dinheiro numa economia em queda acelerada. As taxas de juro mais elevadas não atraíram mais capitais para o país. Pelo contrário, agravaram a recessão, e de facto, provocaram uma saída de capitais do país”.

De acordo com Crotty e Dymski (1998), as políticas prescritas pelo FMI contribuíram para acentuar um ciclo de falências, colapso das instituições bancárias, acentuado declínio da produção e aumento substancial do desemprego. Isto traduziu-se em enormes quedas do PIB que atingiram, em 1998, 13,1% na Indonésia, 6,7% na Coreia do Sul e 10,8% na Tailândia (Stiglitz, 2002). Isto em economias que não tinham conhecido durante várias décadas taxas de crescimento do PIB inferiores a 3%.

A depressão das economias do leste asiático, conjugada com a desvalorização cambial, permitiu a obtenção, em 1998, de enormes excedentes da balança corrente, conseguidos graças a um verdadeiro colapso das importações e não tanto a uma recuperação da sua capacidade exportadora. Isto gerou a acumulação de reservas que contribuíram para assegurar o pagamento de uma parte das dívidas aos credores internacionais e ao FMI. Palma (1998) fala a este propósito de um *crash* assimétrico, no sentido em que toda a intervenção do FMI pode ser interpretada como uma tentativa, relativamente bem sucedida, de impor o peso do ajustamento sobre as economias asiáticas, permitindo aos agentes financeiros internacionais minorar consideravelmente os seus prejuízos. Para além disso, o colapso do valor das empresas, associado à remoção das restrições que pesavam sobre o controlo de bancos e de empresas por parte de estrangeiros, permitiu aos investidores internacionais adquirirem facilmente, a partir de 1998, um controlo importante, nomeadamente na Coreia do Sul, sobre os principais sectores económicos.

Stiglitz (2002: 174) sintetiza muito bem, na nossa opinião, os efeitos e os objectivos da intervenção do FMI valendo por isso a pena citá-lo longamente:

O FMI começou por dizer aos países asiáticos que abrissem os seus mercados aos capitais especulativos de curto prazo. Os países obedeceram, e o dinheiro entrou a jorros, mas saiu quase a

seguir. Então, o FMI disse que as taxas de juro deviam subir e que devia adoptar-se uma política de austeridade, o que provocou uma recessão profunda. Quando o valor das empresas caiu, o FMI instou os países afectados a vendê-las, mesmo que fosse a qualquer preço. Afirmou que as empresas careciam de uma sólida orientação estrangeira (ignorando, como lhe convinha, que elas tinham alcançado nas últimas décadas um invejável nível de crescimento, difícil de conciliar com uma má gestão), o que só poderia acontecer se elas fossem vendidas a estrangeiros e não apenas geridas por eles. As vendas foram feitas pelas mesmas instituições que as tinham descapitalizado, precipitando a crise. Estes bancos arrecadaram chorudas comissões pelas suas operações de venda ou de desmantelamento das empresas em dificuldades, tal como acontecera quando, a princípio, tinham canalizado os capitais para esses países (...) O FMI não estava a participar numa conspiração, mas reflectia os interesses e a ideologia da comunidade financeira internacional.

## Conclusões

“Só uma teoria económica crítica do capitalismo pode guiar uma política económica bem sucedida no quadro do capitalismo” (Minsky, 1986: 320).

Nesta última parte iremos relembrar os objectivos que presidiram à elaboração de cada um dos quatro capítulos, elencando os elementos mais salientes de cada um deles e procedendo simultaneamente a uma tentativa de avaliação crítica que ponha em relevo o que sentimos serem as suas debilidades. Para além da análise das partes constitutivas deste trabalho, procuraremos também avaliar a sua articulação e grau de coerência. Finalmente, apontaremos algumas linhas de investigação que não tendo sido por nós trilhadas, surgem como prolongamentos naturais da investigação iniciada há um ano atrás.

Assim, o primeiro capítulo foi concebido como uma tentativa, ecléctica do ponto de vista das referências teóricas, e com um pendor intencionalmente descritivo, de discernir as origens da actual configuração financeira da economia mundial, caracterizar os seus principais agentes e apontar alguns dos seus principais efeitos na dinâmica das economias capitalistas. O seu ponto de partida ancorou-se na constatação de que o capitalismo é um sistema em permanente evolução e transformação, compatível com diversas configurações institucionais, historicamente delimitadas, que geralmente dão origem a diferentes trajectórias macroeconómicas e a diferentes comportamentos dos diversos agentes económicos que, com pesos diferenciados, em cada momento estruturam o sistema.

A ideia central que percorre num primeiro momento o capítulo é a de que a partir dos anos setenta emergiu paulatinamente uma nova fase do capitalismo em que o papel do capital financeiro altamente concentrado passou a ser preponderante. Crucial para esta nova fase foi o processo de liberalização financeira que se traduziu essencialmente na liberdade de circulação de capitais entre mercados financeiros que passaram a ter na liquidez a sua característica mais valorizada. Um ponto que nos é particularmente caro, neste contexto, é o de que todo este processo não foi o resultado de qualquer evolução espontânea, sobredeterminada pelos importantes desenvolvimentos tecnológicos então verificados, mas sim o resultado de políticas públicas que deliberadamente alteraram o quadro institucional em que os mercados financeiros funcionavam, influenciadas em larga medida pelas concepções neoliberais que, desde início da década de oitenta, se tornaram hegemónicas um pouco por todo o lado. O que aqui se contraria são as ideias gémeas da naturalidade e da inevitabilidade de toda esta evolução, substituindo-as pela ideia de escolha, importante pelos menos para os Estados centrais, de novos arranjos que não são neutros do ponto de vista da distribuição de recursos e de poder entre os diversos grupos sociais. Particularmente importante para nós é a ideia defendida, noutra contexto, há mais de meio século pelo economista institucionalista Karl Polanyi de que o caminho para a criação de uma ordem neoliberal que tem nos mercados financeiros a sua instituição chave foi “aberto e mantido aberto por um (...) intervencionismo centralmente organizado e controlado” (Polanyi, 1957: 140) por Estados, que é bom não esquecer-lo, exibem assinaláveis assimetrias de poder e portanto diferentes capacidades de influenciar este processo.

Num segundo momento, procurámos descrever brevemente os actores decisivos do que, na esteira da escola da regulação e da chamada economia política radical, se designa

respectivamente por regime de acumulação capitalista dominado pela finança (Chesnais, 1996b) ou por regime neoliberal global (Croty, 2001). Vimos que os investidores institucionais que englobam as companhias de seguros, as sociedades financeiras de investimento colectivo – também conhecidas pela designação de fundos de investimento ou *mutual funds* - que são muitas vezes filiais dos grandes bancos e das companhias de seguros, os fundos especulativos ou *hedge funds* e os fundos de pensões são actualmente os actores mais poderosos do capitalismo, sendo que a sua capacidade de pesar sobre a gestão das empresas e de se apropriarem de partes crescentes da riqueza criada advém sobretudo da possibilidade de se desfazerem, em mercados financeiros altamente líquidos, de títulos representativos de direitos de propriedade. O famoso *exit*, que Hirschman (1973) tão bem descreveu, é quanto a nós o mecanismo mais poderoso para explicar o crescente poder da finança.

Tudo isto ocorre sob um pano de fundo que tem como característica mais saliente uma acentuada desaceleração do crescimento económico mundial e a reemergência de acidentes e crises financeiras mais ou menos graves, que desde a década de oitenta têm vindo ocorrer com crescente regularidade. Este é o terceiro momento deste primeiro capítulo e dele resulta uma conclusão preliminar e que provavelmente carece de uma justificação mais aprofundada, mas que apesar disso consideramos fundamental: as crises financeiras são hoje o horizonte inultrapassável de um sistema económico que incentiva os comportamentos orientados para a liquidez, no quadro de estruturas em que as decisões cruciais, que determinam o ritmo e o sentido do crescimento, estão nas mãos da finança de mercado.

Em jeito de balanço deste capítulo gostaríamos de avançar três pontos. Em primeiro lugar, trata-se de um capítulo de largo âmbito uma vez que procurámos apreender as principais linhas históricas com que se cose o capitalismo desde a década de setenta, o que faz com que não seja muito mais do que um registo de algumas pistas que exigem um trabalho de elaboração conceptual muito mais apurado e sobretudo uma investigação empírica substancialmente mais pormenorizada. Em segundo lugar, e decorrendo do primeiro ponto, existem muitas associações que carecem de uma explicitação dos seus mecanismos causais, sendo a principal a que relaciona a ascensão da finança, que na nossa opinião é relativamente evidente, com a desaceleração do investimento produtivo criador de capacidade produtiva adicional. Esta questão é não só relevante do ponto de vista empírico, mas também do ponto de vista teórico. Trata-se de por em causa a ideia de que os arranjos financeiros são neutros em termos das dinâmicas económicas reais. Em terceiro lugar, e abrindo já para o capítulo seguinte, as nossas referências teóricas para este capítulo têm um enviesamento estruturalista que provavelmente terá tensões teóricas não resolvidas com a abordagem mais individualista seguida no segundo capítulo. Trata-se, no fundo, de ter presente a velha questão da relação entre a acção individual e a estrutura que dela resulta, mas que a ela não se resume.

No segundo capítulo procurámos, em primeiro lugar, apreender os contornos da especulação mostrando, na esteira de Keynes (1937, 1973), que esta, longe de ser um comportamento aberrante, surge como a resposta racional do ponto de vista individual ao processo de criação de mercados financeiros com elevados níveis de liquidez. No entanto, as dificuldades de coordenação entre os agentes, num contexto concorrencial, podem fazer com que aquilo que parece ser, para um agente isolado, a resposta racional

a uma determinada situação poder, se toda a gente adoptar esse comportamento, gerar uma situação que é globalmente irracional. O nosso principal argumento, que retoma um dos pontos de confluência de diversas tradições teóricas – de Keynes e dos pós-keynesianos à economia das convenções – é o de que a instabilidade, que é intrínseca aos mercados financeiros liberalizados, tem a sua origem nas dinâmicas especulativas que são em larga medida geradas pelo princípio da liquidez. A importância atribuída à liquidez, nunca é de mais sublinhá-lo, só pode ser compreendida, como desde há muito, Davidson, entre outros autores pós-keynesianos, vem sublinhando, se incorporarmos a ideia de incerteza irreduzível em relação ao futuro.

Subjacente à nossa análise está a ideia de que qualquer abordagem teórica que queira compreender a alternância de períodos de estabilidade e de instabilidade nos mercados financeiros terá de integrar uma teoria da tomada de decisão individual em contexto de incerteza, o que torna irrecusável a seguinte questão colocada por Orléan (2002): como é que agentes separados e em concorrência conseguem construir referências comuns que orientam a sua acção e permitem superar, ainda que temporariamente, a incerteza em relação ao futuro, em parte derivada da incerteza em relação ao comportamento dos outros, e quais as consequências da emergência de uma convenção financeira.

Aqui, como aliás um pouco por todo este trabalho, a nossa reflexão foi profundamente influenciada pela obra de André Orléan, em especial pelo seu livro *Le Pouvoir de la Finance*. A nossa resposta parcial à questão a que acima aludimos pouco se desvia da que o autor dá.

Particularmente enfatizada foi a associação entre a convenção e os períodos de euforia financeira que polvilham, como Galbraith (1990) sublinhou, a história do capitalismo, com particular destaque para os períodos de maior liberdade financeira. A ideia central, neste contexto, é a de que os mercados financeiros são muitas vezes o palco de dinâmicas colectivas em que as expectativas dos agentes são transformadas pela acção dos outros agentes e do próprio mercado. O mimetismo que está na sua base tem uma natureza cumulativa e autorealizadora com um potencial para engendrar bolhas especulativas que inevitavelmente culminam numa crise financeira, de maiores ou menores proporções.

No fundo, todo este capítulo pode ser lido como um esforço de inscrição da problemática financeira no que, seguindo Sapir (2003), consideramos ser o assunto central de uma teoria económica realista: a coordenação das decisões e da interacção forjada por agentes económicos profundamente heterogéneos e interdependentes que agem em quadros institucionais que fomentam relações de cooperação e/ou de concorrência, cuja tomada de decisão ocorre num quadro de capacidades cognitivas limitadas, face a um futuro que é incerto, em parte porque está dependente da actividade criativa e transformadora, e por isso inesperada, do agente e dos outros agentes.

A mera enunciação do que pode ser resumidamente visto como um triângulo que tem nos vértices o agente, os outros agentes e as instituições e dentro do qual se tentou inserir a nossa reflexão, mostra claramente alguns dos pontos por nós não abordados. Em primeiro lugar, não cuidámos da questão da racionalidade e das suas limitações. Em segundo lugar, a heterogeneidade dos agentes que intervêm nos mercados financeiros também não foi mencionada. Esta ausência de uma tipologia dos vários tipos de agentes

impossibilitou a consideração das relações de poder que também existem nos mercados financeiros, do acesso diferenciado à informação, da diferente capacidade de interpretar a informação que é difundida e portanto da maior ou menor autonomia face às forças da convenção financeira em período de euforia. No entanto, isto não parece inviabilizar uma ideia que nos parece extremamente frutuosa, e não só do ponto de vista teórico, que é a de que as forças da concorrência, em circunstâncias que há que definir, exercem uma espécie de coerção sobre os agentes portadora de uma uniformização de comportamentos que pode, no caso dos mercados financeiros, conduzir a situações desastrosas. Pensamos aliás ser essa uma das interpretações possíveis da genial intuição de Keynes (1973: 156) de que “a sabedoria universal ensina que é melhor para a sua reputação fracassar com as convenções do que ser bem sucedido contra elas”.

É também Keynes, que no prefácio do seu *magnum opus*, declara que “uma economia monetária, como iremos ver, é essencialmente uma economia em que a mudança de perspectivas em relação ao futuro é capaz de influenciar o nível de emprego e não apenas a sua direcção” (Keynes, 1973: xxii). Davidson (2002: 53), por sua vez, considera de forma talvez demasiado exagerada, como aliás é seu apanágio, que no capitalismo tudo se resume a três coisas: “liquidez, liquidez e liquidez!”.

O terceiro capítulo representou um esforço de, partindo destas duas ideias, ler dois autores que nos parecem ser bastante relevantes para construir uma macroeconomia monetária e financeira que reconheça que as crises financeiras são, em larga medida, o produto dos desenvolvimentos endógenos que ocorrem ao longo do ciclo económico, o que implica incorporar o papel das relações de crédito e do endividamento no espoletar dos fenómenos de instabilidade financeira. De facto, Irving Fisher e sobretudo Hyman

Minsky deram contributos que, apesar de relativamente desconhecidos, nos parecem ser cruciais nesta área. Considerar-nos-íamos satisfeitos se pelo menos tivéssemos conseguido mostrar neste capítulo que a teoria da instabilidade financeira desenvolvida por Minsky, num período em que ainda não tinha emergido claramente um regime neoliberal financeiramente frágil, é capaz de apreender algumas das razões pelas quais uma “economia capitalista com instituições e práticas financeiras sofisticadas e complexas (...) desenvolve estruturas financeiras frágeis e propensas a crises” (Minsky, 1977: 140). Fazê-lo implicou primeiramente uma exposição algo detalhada da agenda teórica de Minsky, exposição essa que terá provavelmente um défice de trabalho crítico, imprescindível num autor que está, entre nós, muito pouco divulgado<sup>1</sup>.

Uma das necessidades que sentimos ao ler a obra de Minsky foi a de alargar a sua grelha de leitura, construída originalmente para uma economia fechada, em que nos mercados financeiros operavam sobretudo agentes nacionais. O processo de globalização financeira das décadas de oitenta e de noventa, com o desmantelamento dos sistemas de controlo de capitais e a desregulamentação dos sistemas financeiros, representou uma ruptura com esse padrão pelo que não é de estranhar que utilizando os conceitos forjados por Minsky vários autores – Ilene Grabel, Martin Wolfson, Gary Dymski, entre outros – tenham feito com Minsky aquilo que o próprio diz ter feito com Keynes, isto é, “sentar-se nos ombros de um gigante” (Minsky, 1975: 20), e a partir daí procurar continuar o seu esforço de compreensão de um sistema em permanente mutação. A tese central desta literatura “neo-minskyiana” é a de que a liberalização financeira e liberdade de circulação de capitais entre países veio não só reforçar e acelerar vários dos mecanismos assinalados por Minsky e que dão origem ao

---

<sup>1</sup> Para uma excepção ver Olivares (2002).

“desenvolvimento endógeno da fragilidade financeira”, como acrescentar novas vias para a eclosão de crises financeiras. A avaliação crítica em relação aos efeitos da globalização financeira, partilhada por estes autores, surge, quanto a nós, como o prolongamento natural das reflexões de Minsky. Que este cepticismo pareça ser corroborado pela realidade só atesta da natureza promissora dos desenvolvimentos teóricos e empíricos que podem vir da tradição pós-keynesiana.

A crise financeira asiática de 1997-98 foi apenas mais um dos tristes episódios da história económica e social do neoliberalismo, destinados, mais tarde ou mais cedo, a repetirem-se na periferia ou na semi-periferia da economia mundial, ou, embora menos provável, por razões que seria interessante explorar, no seu centro, o que teria consequências políticas e teóricas de outra magnitude. Para nós esta crise, para além de ter sido parcialmente responsável pelo nosso interesse por estas matérias, ocupa neste trabalho um lugar de destaque e de alguma responsabilidade.

Tratou-se, nada mais anda menos, de cruzar as abordagens teóricas desenvolvidas nos dois capítulos anteriores demonstrando a sua capacidade para interpretar o percurso das economias do leste asiático durante a década de noventa que culminaria em 1997 e 1998 na que foi, desde a década de trinta do século passado, provavelmente a maior crise financeira, envolvendo simultaneamente um intenso processo de deflação através da dívida, com quedas acentuadas dos preços, nomeadamente dos preços dos activos financeiros, crises cambiais e bancárias profundamente agravadas por uma resposta pré-keynesiana induzida pelo FMI, que mais uma vez demonstrou um ponto a que pensamos não ter ainda sido prestada suficiente atenção e que pode ser portador de implicações interessantes: a economia mundial está hoje estruturada de tal forma que

não está em condições de adoptar políticas keynesianas quem quer, mas sim quem pode, ou seja, quem pode ser autónomo em relação às prescrições do FMI.

Para atingir o propósito de iluminar alguns dos contornos da crise asiática com as teorias anteriormente expostas, foi necessário realizar uma breve contextualização que forneceu algumas indicações sobre as economias em questão. Particularmente destacado, como não podia deixar de ser, foi o processo de liberalização financeira, encetado por estas economias a partir do início da década de noventa, no quadro da terceira etapa da formação de um espaço financeiro à escala global a que aludimos no primeiro capítulo.

Esperamos, em suma, que neste capítulo tenha resultado claro que a liberalização financeira, realizada em economias que até aí tinham conhecido taxas de crescimento económico sem precedentes na história do capitalismo, originou a emergência de uma convenção que desencadeou um espectacular influxo de capitais de curto prazo que associado à proliferação de oportunidades especulativas e a uma intensa pressão concorrencial permitiria um acelerado desenvolvimento endógeno da fragilidade financeira à Minsky que desembocaria numa crise financeira que tendo sido relativamente curta, não foi por isso menos intensa.

A teoria económica como história *raisonné*, na feliz expressão de Schumpeter (1976), eis o nosso ambicioso objectivo. Tratou-se aqui de avaliar as teorias, não pela sua capacidade predictiva, mas sim pela sua capacidade de desvendar os mecanismos e os processos em acção num determinado contexto histórico, espacialmente delimitado (Lawson, 1997). Mais concretamente, tratou-se, em assuntos financeiros, de avaliar e

também de sermos avaliados pela capacidade teórica de colocarmos “no centro da análise a instabilidade intrínseca dos movimentos de capitais num universo globalizado e liberalizado onde domina a liquidez financeira” (Orléan, 1999: 186).

Realizando agora um voo sobre os quatro capítulos, gostaríamos que cada um deles tivesse constituído uma peça de uma construção com diferentes níveis, capaz, simultaneamente, de captar o essencial de um momento histórico e de identificar os desenvolvimentos teóricos em condições de o interpretar e de lhe dar sentido. A questão que se coloca agora é se o conseguiu, sendo que o mais cómodo seria deixar exclusivamente a quem ler e avaliar este trabalho a resposta a esta questão. Tentemos, no entanto, dar a nossa opinião interessada. Pensamos que o edifício não assenta provavelmente em bases teóricas suficientemente sólidas, conscientes do seu papel e da sua capacidade de sustentação. Por outro lado, falta-lhe detalhe nos acabamentos que são bastante toscos. Finalmente, o edifício está isolado, não se cuidou de o construir em diálogo crítico com outros projectos mais convencionais e por isso talvez mais seguros.

Abandonando as metáforas o que queremos dizer é que identificamos um défice de reflexão crítica sobre a pertinência das abordagens utilizadas, provenientes de tradições que muitas vezes têm como única ponto comum a recusa em utilizar os métodos e os conceitos da teoria neoclássica. Teoria neoclássica que serve muitas vez de contraponto para se explicitarem e se clarificarem as soluções teóricas apresentadas pelos economistas críticos. Preferimos, no entanto, não utilizar esta abordagem. Optámos antes por explorar livremente outras paragens sem nos preocuparmos tanto com o ponto de partida dado pelo programa teórico da parte escolar do mestrado.

Quando tudo está dito e feito é altura de, e para concluir, aflorar algumas das pistas de investigação que podem surgir como prolongamentos naturais deste trabalho. Dois tópicos, para além daqueles que já foram sendo referidos, parecem-nos particularmente promissores. Em primeiro lugar, surge a questão da ligação entre o papel dos novos actores financeiros na gestão das empresas e as suas exigências de rendibilidade e as estratégias e os horizontes do investimento produtivo, por um lado, e a posição do trabalho assalariado, por outro, seguindo aqui uma linha que vê na precarização das relações laborais a tradução, na esfera do trabalho, do princípio da liquidez dos mercados financeiros. Em segundo lugar, surge inevitavelmente, a explicitação das implicações deste tipo de trabalhos em termos de políticas públicas. Sabendo que os economistas influenciam profundamente o que, em cada momento, é o senso comum da época nestas matérias, é urgente realizar trabalho nesta área. O controlo dos movimentos de capitais, a regulação pública dos mercados financeiros por instâncias nacionais e supranacionais, o papel das instituições financeiras públicas, entre muitos outros assuntos, constituem pontos de uma agenda que no fundo deve voltar a colocar no centro do debate a questão da “eutanasia do rentista” e da “socialização do investimento”, que Keynes considerou serem as pedras angulares de uma política económica ao serviço do crescimento económico, do pleno-emprego e da igualdade.

## Bibliografia

- Adda, Jacques (1997), *A Mundialização da Economia*, Lisboa: Terramar.
- Aglietta, Michel e Anton Brender (1991), *La Globalisation Financière – L'Aventure Obligée*, Paris: Economica.
- Aglietta, Michel (1994), "Fragilité Financière, Crises et Enjeux du Contrôle Prudentiel", *Mimeo*.
- Aglietta, Michel (1995), *Macroéconomie Financière*, Paris: La Découverte.
- Aglietta, Michel e Régis Breton (2000), "Financial systems, corporate control and capital accumulation", *Economy and Society*, 30: 4, 433-466.
- Amin, Samir (1998), *El Capitalismo en la Época de la Globalisation*, Barcelona: Paidós.
- Arestis, Philip (2001), "Recent banking and financial crises: Minsky versus the financial liberalizationists" in Ricardo Bellofiore e Pierro Ferri (eds.), *Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy*, Aldershot: Edward Elgar.
- Arestis, Philip e Murray Glickman (2002), "Financial Crisis in Southeast Asia: dispelling illusion the Minskyan Way", *Cambridge Journal of Economics*, 26, pp. 237-260.
- Artus, Patrick e Michèl Debonneuil (1999), *Crises, recherche de rendement et comportements financiers: l'interaction des mecanismes microéconomiques et macroéconomiques*, Rapport du Conseil d'Analyse Économique 18, Paris: La Documentation Française.
- Basu, Santonu (2003), "Why do Banks Fail?", *International Review of Applied Economics*, 17: 3, 231-248.
- Baudru, Daniel e F. Morin (1999), *Gestion institutionnelle et crise financière – une gestion spéculative du risque*, Rapport du Conseil d'Analyse Économique 18, Paris: La Documentation Française.
- Baudru, Daniel et al (2001), "Les investisseurs institutionnels internationaux : une analyse des investisseurs américains", *Revue d'économie financière*, 61.
- Bellofiore, Ricardo e Pierro Ferri (2001), "Introduction", in Ricardo Bellofiore e Pierro Ferri (eds.), *Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy*, Aldershot: Edward Elgar.

- Bernstein, Peter (1998), "Stock market valuation in a Post Keynesian world", *Journal of Post Keynesian Economics*, 21: 1, 15-24.
- Bordo, M. (1992), *Financial Crises*, Aldershot: Edward Elgar.
- Boyer, Robert (1987), *La Théorie de la Régulation: une analyse critique*, Paris: La Découverte.
- Brenner (2002), *The Boom and the Bubble*, Londres: Verso.
- Brossard, Olivier (2002), *De um Colapso a Outro – Instabilidade e Regulação das Economias Monetárias*, Lisboa: Instituto Piaget.
- Caprio, Gerard e Daniela Klingebiel (2003), "Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises", <http://www.imf.org>.
- Castells, Manuel (2000), *La Era de la Información*, Madrid: Alianza Editorial
- Chang, Ha-Joon e Chul-Gyue Yoo (2000), "The Triumph of the Rentiers? The 1997 Korean Crisis in a Historical Perspective", in Lance Taylor e John Eatwell (eds.), *International Capital Markets: Systems in Transition*, Oxford: Oxford University Press.
- Chesnais, François (1996a), "Mondialisation Financière et Vulnérabilité Systémique" in François Chesnais (ed.), *La Mondialisation Financière*, Paris: Syros.
- Chesnais, François (1996b), "L'émergence d'un régime d'accumulation mondiale à dominante financière", *La Pensée*, 309, 61-85.
- Chesnais, François (1997), *La Mondialisation du Capital*, Paris: Syros.
- Chesnais, François (2000a), *Tobin or not Tobin?*, Porto: Campo das Letras
- Chesnais, François (2000b), "Crises de la finance ou prémisses de crises économiques propres au régime d'accumulation actuel?" in François Chesnais (ed.), *Les Pièges de la Finance Mondiale*, Paris: Syros.
- Crotty, James (1994), "Are Keynesian Uncertainty and Macrotheory Compatible? Conventional Decision Making, Institutional Structures, and Conditional Stability in Keynesian Macromodels", in Gary Dymksi e Robert Pollin (eds.), *New Perspectives in Monetary Macroeconomics*, Michigan: Michigan University Press.
- Crotty, James (2000), "Trading State-Led Prosperity for Market-Led Stagnation: From the Golden Age to Global Neoliberalism", in Gary Dymksi e Dorene Isenberg (eds.), *Housing Finance Futures: Housing Policies, Gender Inequality and Financial Globalization in the Pacific Rim*, Armonk: M. E. Sharpe.

- Crotty, James (2001), "Structural Contradictions of the Global Neoliberal Regime", *Review of Radical Political Economics*, 32: 3, 361-368.
- Crotty, James e Gary Dymksi (1998), "Can the Global Neoliberal Regime Survive Victory in Asia? The Political Economy of the Asian Crisis", *International Papers in Political Economy*, 5: 2, 1-47.
- Crotty, James e Kang-Kook Lee (2002), "Is financial liberalization good for developing nations? The case of South Korea in the 1990s", *Review of Radical Political Economics*, 34, 327-334.
- Davidson, Paul (1994), *Post Keynesian Macroeconomic Theory*, Aldershot: Edward Elgar.
- Davidson, Paul (1996), "Economics and Reality", *Journal of Post Keynesian Economics*, 18: 4, 479-508.
- Davidson, Paul (2002), *Financial Markets, Money and the Real World*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Davis, E. P. (1995), *Debt, Financial Fragility and Systemic Risk*, Oxford: Clarendon Press.
- Davis, E. P. e Benn Steil (2001), *Institutional Investors*, Cambridge: MIT Press.
- Dillard, Dudley (1987), "Money as an Institution of Capitalism", *Journal of Economic Issues*, 4, 1623-1647.
- Demirgüç-Kunt, Ash e Enrica Detragiache (1998), "Financial Liberalization and Financial Fragility", *IMF Working Paper*, 83.
- Dymksi, Gary (1997), "Deciphering Minsky Wall Street Paradigm", *Journal of Economic Issues*, 23:2, pp. 501-508.
- Dymksi, Gary (1999), "Asset Bubbles and Minsky Crises in East Asia", *Mimeo*, University of California Riverside.
- Dymksi, Gary e Robert Pollin (1992), "Hyman Minsky as Hedgehog: The Power of the Wall Street Paradigm" in Dmtri Papadimitriou and Steven Fazzari (eds.), *Financial Conditions and Macroeconomic Performance*, Armonk: M. E. Sharpe.
- Duménil, Gérard e Dominique Lévy (2000), *Crise et sortie de crise – ordres et désordres néolibéraux*, Paris: PUF.
- Duménil, Gérard e Dominique Lévy (2001), "Costs and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis", *Review of Radical Political Economics*, 8: 4, 578-607.

- Eatwell, John (1996), "International Capital Liberalization: The Impact on World Development", *CEPA Working Paper*, 1.
- Eatwell, John e Lance Taylor (2000), *Global Finance at Risk*, Cambridge: Polity Press.
- Edy, Malcolm e Ketil Hvding (1995), "An Assessment of Financial Reform in OECD Countries", *OECD Economic Studies*, 25.
- Epstein, Gerald e Dorothy Power (2003), "Rentier Incomes and Financial Crises: An Empirical Examination of Trends and Cycles in some OECD Countries", *Political Economy Research Institute Working Paper*, 57.
- Farnetti, Richard (1998), "Les investisseurs institutionnels anglo-américains, moteurs du nouveau régime d'accumulation financiarisé mondiale" in Annie Vinokou (ed.), *Décisions Économiques*, Paris: Economica.
- Felix, David (1998), "Asia and the crisis of financial globalization" in Dean Baker et al. (eds.), *Globalization and Progressive Economic Policy*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Felix, David (2001), "Why Capital Mobility should be Curbed, and How it could be done", *Financialization of the World Economy Conference*, Universidade de Massachusetts, 7-8 de Dezembro.
- Fisher, Irving (1933), "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, 1, 337-357.
- Fitoussi, Jean Paul (1997), *O Debate Tabu*, Lisboa: Terramar.
- Froud, Julie et al (2000), "Shareholder value and financialization", *Economy and Society*, 29: 1, 80-110.
- Galbraith, John Kenneth (1990), *A Short History of Financial Euphoria*, Nova Iorque: Penguin.
- Galbraith, John Kenneth (1997), *The Great Crash*, Boston: Mariner Books.
- Goldstein, Don (1995), "Uncertainty, Competition and Speculative Finance in the Eighties", *Journal of Economic Issues*, 29: 3, 719-746.
- Grabel, Ilene (1995), "Speculation-Led Development: A Post-Keynesian Interpretation of Financial Liberalization in the Third World", *International Review of Applied Economics*, 9: 2, 127-149.
- Grabel, Ilene (2002), "Neoliberal Finance and Crisis in the Developing World", *Monthly Review*, Abril, 34-46.

- Guttman, Robert (1996), "Les mutations du capital financier" in François Chesnais (ed.), *La Mondialisation Financière*, Paris: Syros.
- Helleiner, Eric (1995), "Explaining the globalization of financial markets: bringing states back in", *Review of International Political Economy*, 2: 2, pp. 315-341.
- Henwood, Doug (1999), *Wall Street – How It Works and for Whom*, Londres: Verso.
- Hirschman, Albert (1973), *Exit, Voice and Loyalty*, Harvard: Harvard University Press.
- Kaminsky, Graciela e Carmen Reinhart (1999), "The Twin Crises: Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *American Economic Review*, 89: 3, 473-500.
- Keynes, John Maynard (1937), "The General Theory", *Quarterly Journal of Economics*. Reimpresso em D. Moggridge (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, XIV, Londres: Macmillan, 1973.
- Keynes, John Maynard (1973), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Londres: MacMillan.
- Kindleberger, Charles P. (2000), *Manias, Panics and Crashes – A History of Financial Crises*, Nova Iorque: Wiley.
- Kregel, J. A. (1999), "East Asia is not Mexico: The Difference between Balance of Payments Crises and Debt Deflations", *Jerome Levy Economics Institute Working Paper*, 235.
- Lawson, Tony (1985), "Uncertainty and Economic Analysis", *Economic Journal*, 95, 909-927.
- Lawson, Tony (1997), *Economics and Reality*, Londres: Routledge.
- Lindgren, Carl-Johan et al. (1996), *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, Washignton: Fundo Monetário Internacional.
- Minsky, Hyman P. (1975), *John Maynard Keynes*, Londres: MacMillan.
- Minsky, Hyman (1977), "A Theory of Systemic Fragility" in Edward Altman e Arnold Sametz (eds.) *Financial Crises: Institutions and Markets in a Fragile Environment*, Nova Iorque: Wiley.
- Minsky, Hyman P. (1980), "Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism", *Journal of Economic Issues*, 14:2, pp. 505-523.

- Minsky, Hyman P. (1982), *Can "It" Happen Again?*, Armonk: M. E. Sharpe.
- Minsky, Hyman (1982a), "The financial Instability Hypothesis: capitalist processes and the behaviour of the economy", in Charles Kindleberger e Jean-Pierre Lafargue (eds.), *Financial Crises: Theory History and Policy*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Minsky, Hyman P. (1982b), "Debt-Deflation Processes in Today's Institutional Environment", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 143, 375-393.
- Minsky, Hyman (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven: Yale University Press.
- Mollo, Maria (1988), "Instabilidade do Capitalismo, Incerteza e o Papel das Autoridades Monetárias", *Revista de Economia Política*, 8: 1, 100-123.
- Montgomery, M. (1994), "A mutabilidade do mercado de títulos públicos", *Finanças e Desenvolvimento*, 64, Janeiro.
- Nasica, Eric (1997), "Comportements bancaires et fluctuations économiques – l'apport fondamental d'H. P. Minsky à la théorie des cycles endogènes et financiers", *Revue d'économie politique*, 107: 6, 853-873.
- Nikonoff, Jacques (2000), *La Comédie des Fonds de Pension*, Paris: Arléa.
- Olivares, Mário (2001), "As contribuições post keynesianas sobre as expectativas numa economia monetária", Dep. Economia, ISEG-UTL, *Working Paper*, 13.
- Orléan, André (1989), "Pour une approche cognitive des conventions économiques", *Revue économique*, 2, 241-272.
- Orléan, André (1990), "Mimetic Contagion and Speculative Bubbles", *Theory and Decision*, 27, 63-92.
- Orléan, André (1994) (ed.), *Analyse économique des conventions*, Paris : PUF.
- Orléan, André (1999), *Le Pouvoir de la Finance*, Paris: Odile Jacob.
- Orléan, André (2001), "Psychologie des marchés – Comprendre les foules spéculatives", in Jacques Gravereau e Jacques Trauman (eds.), *Crises Financières*, Paris: Economica.
- Orléan, André (2002), "Pour une nouvelle approche des interactions financières: l'économie des conventions face à la sociologie économique", in Isabelle Huault (ed.), *La Construction Sociale de l'entreprise. Autour des travaux de Mark Granovetter*, Paris: Éditions EMS.

- Orr, Adrian et al. (1995), "Real Long-Term Interest Rates: the Evidence from Pooled Time-Series, *OECD Economic Studies*, 25.
- Palma, Gabriel (1998), "Three and a half cycles of 'mania, panic and [asymmetric] crash': East Asia and Latin America compared", *Cambridge Journal of Economics*, 22, 789-808.
- Plihon, Dominique (1996), "Déséquilibres mondiaux et instabilité financière: la responsabilité des politiques libérales" in François Chesnais (ed.), *La Mondialisation Financière*, Paris: Syros.
- Plihon, Dominique (2000), "L'économie des fonds propres: un nouveau régime d'accumulation financière" in François Chesnais (ed.), *Les Pièges de la Finance Mondiale*, Paris: Syros.
- Polanyi, Karl (1957), *The Great Transformation*, Boston: Beacon Press.
- Pollin, Robert (1996), "'Socialization of Investment' and 'Euthanasia of the Rentier': the Relevance of Keynesian policy ideas for the contemporary US economy", *International Review of Applied Economics*, 10: 1, 49-64.
- Prasad, Eswar et al. (2003), "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence", <http://www.imf.org>.
- Radelet, Steven e Jeffrey Sachs (1998), "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies and Prospects", *Brooking Papers on Economic Activity*, 1, 1-90.
- Robison, Joan, (1971), *Economic Heresies*, Londres: Macmillan.
- Rodrigues, João e Luís Carvalho (2002), "A Economia Política da Dívida Pública", *Mimeo*.
- Saint-Étienne, Christian (1998), *Macrofinance et Marchés Financières*, Paris: Economica.
- Sapir, Jacques (2003), "Seven Thesis for a Theory of Realist Economics", *Post-Autistic Economic Review*, 21, 1-7.
- Schumpeter, Joseph (1976), *Capitalism, Socialism and Democracy*, Londres: MacMillan.
- Sherman, Howard (1991), *The Business Cycle: Growth and Crisis Under Capitalism*, Princeton: Princeton University Press.
- Shiller, Robert (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton: Princeton University Press

- Singh, Ajit (2000), “‘Asian Capitalism’ and the Financial Crisis”, in Lance Taylor e John Eatwell (eds.), *International Capital Markets: Systems in Transition*, Oxford: Oxford University Press.
- Stiglitz, Joseph (2000), “Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability”, *World Development*, 28: 6, 1075-1086.
- Stiglitz, Joseph (2002), *Globalização: a Grande Desilusão*, Lisboa: Terramar.
- The Economist (2003), “A cruel sea of capital – A survey of global finance”, 3 de Maio.
- Tobin, James (1989), “Review of Stabilizing an Unstable Economy”, *Journal of Economic Literature*, 27, 105-108.
- Variato, Anna (2001), “Hyman Minsky: what kind of (post-) keynesian?”, in Ricardo Bellofiore e Pierro Ferri (eds.), *Financial Keynesianism and Market Instability*, Aldershot: Edward Elgar.
- Wade, Robert (1998), “From ‘miracle’ to ‘cronyism’: explaining the Great Asian Slump”, *Cambridge Journal of Economics*, 22, 693-706.
- Wade, Robert e Frank Veneroso (1998), “The Asian Crisis: The High Debt Model vs. the Wall Street-Treasury-IMF Complex”, *New Left Review*, 228, 3-23.
- Williamson, John e Molly Mahar (1998), “A Survey of Financial Liberalization”, *Princeton Studies in International Finance*, 211.
- Wolfson, Martin H. (1994), *Financial Crises – Understanding the Postwar US Experience*, Armonk: Sharpe.
- Wolfson, Martin H. (1996), “Irving Fisher’s debt-deflation theory: its relevance to current conditions”, *Cambridge Journal of Economics*, 20, 315-333.
- Wolfson, Martin H. (2000), “Neoliberalism and International Financial Instability”, *Review of Radical Political Economics*, 32: 3, 368-379.
- Wolfson, Martin H. (2002), “Minsky’s Theory of Financial Crises in a Global Context”, *Journal of Economic Issues*, 36: 2, 393-400.
- World Bank (1998), *Global Economic Prospects and the Developing Countries – Beyond Financial Crises*, Washington: World Bank.
- Wray, L. Randall (2001), “Financial Instability”, *Center for Full Employment and Price Stability Working Paper*, 19.