



1290002589



TCC/UNICAMP T237a



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

UMA AVALIAÇÃO SOBRE A COMPATIBILIDADE ENTRE AS ABORDAGENS PÓS E
NOVO-KEYNESIANA SOBRE A CRISE ASIÁTICA

Jeremias Pablo Telias Perez

Monografia de conclusão da graduação,
apresentada ao Instituto de Economia da
UNICAMP, sob a orientação da Prof.
Dra. Daniela Magalhães Prates.

TCC/UNICAMP
T237a
IE/2589

Campinas, 2005

CEDOC/IE

2015/06/30

...
Curtis ...

Para meus pais, pelo apoio sempre presente

ÍNDICE

INTRODUÇÃO

CAPÍTULO 1 – OS NOVOS-KEYNESIANOS.....	3
1.1 – Os Novos-Keynesianos da Rigidez de Preços.....	4
1.1.1 – Rigidezes Nominais de Preços.....	6
1.1.2 – Mercado de Trabalho.....	8
1.1.3 – Rigidezes Reais de Preços.....	10
1.2 – Os Novos-Keynesianos das assimetrias de informações, aversão ao risco e racionamento de crédito.....	12
1.2.1 – Assimetrias de Informações nos Mercados de Capitais.....	15
1.2.1.1 – Assimetrias de Informações nos Mercado de Ações.....	15
1.2.1.2 – Assimetrias de Informações nos Mercado de Crédito.....	16
1.2.2 – Firms Aversas a Riscos e Custos de Falência.....	19
1.2.3 – Ciclos Econômicos.....	22
1.2.4 – Mercado de Trabalho e Desemprego Voluntário.....	24
CAPÍTULO 2 – OS PÓS-KEYNESIANOS.....	25
2.1 – Incerteza.....	27
2.2 – Moeda.....	34
2.3 – O Princípio da Demanda Efetiva e o Desemprego.....	36
2.4 - Precificação de Ativos e Hipótese de Instabilidade Financeira.....	40
CAPÍTULO 3 – OS PÓS-KEYNESIANOS E OS NOVOS-KEYNESIANOS.....	45
CAPÍTULO 4 – A CRISE ASIÁTICA SOB AS PERSPECTIVAS PÓS E NOVO-KEYNESIANA.....	69
4.1 – Stiglitz e a Crise Asiática – A Perspectiva Novo-Keynesiana.....	69
4.2 – Kregel e a Crise Asiática – A Perspectiva Pós-Keynesiana.....	79
CONCLUSÃO.....	85
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	90

INTRODUÇÃO

No campo da ortodoxia econômica, a escola dos chamados Novos-Keynesianos é possivelmente a que goza, atualmente, de maior renome e importância. Ao mesmo tempo, no campo da heterodoxia, a escola dos Pós-Keynesianos segue gerando frutos dentro de sua proposta de explorar as possibilidades teóricas e metodológicas decorrentes dos trabalhos originais de John Maynard Keynes. Neste contexto, muitos trabalhos que procuram comparar as referidas escolas já foram realizados. Nesta bibliografia, também é possível encontrar discussões acerca da existência de compatibilidade ou incompatibilidade teórica entre ambas escolas – em especial a partir de uma polêmica proposta de mútuo reforço entre as mesmas, lançada por Fazzari (1992) e Fazzari e Variato (1994,1996).

Em outro plano, temos a crise do Leste asiático de 1997 como um evento de grande impacto não somente do ponto de vista das economias daquela região e da economia mundial, como também do ponto de vista dos economistas e da própria teoria econômica. Isto porque tal crise, além de ter uma magnitude extremamente significativa, não foi antecipada pelos economistas em geral. Tais características a tornaram um objeto de estudo de grande relevância, de tal forma que ela foi seguida de um esforço intenso de procura pela compreensão de suas causas e implicações, e até mesmo de uma relativa revisão do que se defendia antes dela no âmbito da ortodoxia. Naturalmente, portanto, a crise asiática foi devidamente estudada tanto por representantes dos Pós-Keynesianos, como dos Novos-Keynesianos.

Esta monografia se situa, de alguma forma, num ponto entre as discussões sobre teorias keynesianas contemporâneas e sobre a crise asiática. Tudo parte de uma constatação acerca das abordagens pós e novo-keynesiana relativas à crise asiática: à primeira vista, ambas parecem ter muito em comum, uma vez que dão grande importância à abertura e liberalização financeiras como processos que debilitaram as economias em questão, ao lado financeiro da crise, e aos resultados negativos das políticas implementadas pelo FMI. Disto vem a pergunta central deste trabalho: há compatibilidade entre as duas abordagens sobre a crise asiática? Se há tal compatibilidade, é preciso responder a uma pergunta complementar: qual o sentido desta compatibilidade?

A forma pela qual se tentará construir uma resposta a estas perguntas parte do reconhecimento da dificuldade de se cumprir tal objetivo através da pura e simples comparação entre os trabalhos referentes à crise asiática. Dado que as teorias das referidas escolas utilizam muitas vezes explicações semelhantes e termos semelhantes ou até mesmo iguais, dita comparação pode ser fonte de confusões – afinal, não é possível numa visão superficial do problema detectar quando tais explicações e termos têm sentidos fundamentalmente diferentes. É neste ponto que entra a importância de guiar a

comparação em questão através da contraposição teórica entre Pós e Novos-Keynesianos. Isto, por sua vez, só é possível em decorrência do trabalho já efetuado neste sentido por autores qualificados.

A monografia foi dividida em quatro capítulos. Nos primeiros dois capítulos são estudadas, em termos amplos mas de forma tão estrita quanto possível, as teorias pós e novo-keynesiana, no que diz respeito às flutuações econômicas, quebra da dicotomia clássica, crises financeiras e desemprego involuntário. Tal panorama geral destas teorias será seguido, no terceiro capítulo, por uma revisão bibliográfica das discussões realizadas sobre a existência de compatibilidade ou incompatibilidade entre as referidas teorias.

Esta necessária digressão teórica finalmente cederá lugar, no quarto capítulo, à apresentação das duas abordagens sobre a crise asiática. Na conclusão estas abordagens serão comparadas, e se chegará a uma avaliação sobre a compatibilidade entre ambas, a partir da discussão teórica realizada.

CAPÍTULO 1 – OS NOVOS-KEYNESIANOS

Incorporating the newer micro-foundations is the principal task ahead of the new Keynesians. The challenge is to choose between the myriad of ways in which markets can be imperfect, and to decide on the central questions and puzzles to be explained.

- Bruce Greenwald e Joseph Stiglitz

A ascensão dos Novos-Keynesianos como uma das escolas de pensamento econômico mais respeitadas no interior do *mainstream economics* no fim dos anos oitenta, pode ser compreendida de forma interligada com as histórias dos Velhos-Keynesianos e dos Novos-Clássicos.

Segundo Sicsú (1999), após a perda de prestígio daqueles ao longo dos anos setenta, a escola novo-clássica se tornou hegemônica no pensamento econômico, baseando sua teoria em duas premissas: i) os agentes são maximizadores de suas funções utilidade e lucro, além de basearem suas ações em expectativas racionais; e ii) os mercados são capazes de se auto-equilibrar via preços flexíveis. Nos final dos anos oitenta, foi a vez dos Novos-Clássicos perderem parte de seu prestígio. É aqui que as teorias novo-keynesianas, que vinham amadurecendo desde os anos setenta, encontraram espaço para ganhar terreno.

A partir de Greenwald e Stiglitz (1993) e Romer (1993) pode-se afirmar que, em termos gerais, os Novos-Keynesianos rejeitam as idéias novo-clássicas de que o desemprego é um fenômeno sem importância e de que é válida a noção clássica de dicotomia entre variáveis reais e nominais, além de sustentarem que o nível agregado de atividade econômica flutua de formas diferentes e mais acentuadas do que as que poderiam ser provocadas por mudanças de curto prazo nas preferências, tecnologia e demografia, fatores elencados pelos Novos-Clássicos para explicar flutuações. Sicsú (1999), a despeito disto, assevera que eles não negam a primeira das premissas acima elencadas. Logo, para justificar o porquê da existência de excesso de oferta no mercado de trabalho, da ampla importância de distúrbios monetários e de outros choques econômicos de demanda, e de ciclos econômicos não provocados por mudanças tecnológicas e de preferências de curto prazo, procuram construir uma macroteoria baseada nas consequências de falhas de mercado.

Não se trata de aceitar a teoria de rigidezes nominais de preços e salários nos moldes dos Velhos-Keynesianos, aos quais tecem críticas severas, seguindo a linha das críticas novo-clássicas de que, afinal, numa economia formalmente considerada walrasiana, seria irracional a existência tais rigidezes. Sobre esta abordagem, diz Romer (1993):

“The neoclassical synthesis foundered on what seems, in retrospect, an obvious question: in an environment that is so relentlessly competitive, how can one glaring departure from Walrasian behaviour persist? Perhaps the most fundamental message of economics is that in a competitive setting, powerful incentives prod economic actors to adjust prices in response to imbalances between supply and demand”. (p. 6)

Desta forma, tal qual ressalta Ferreira (2003), a tarefa à qual os Novos-Keynesianos se lançam é no fundo uma reafirmação de um dos pilares da teoria novo-clássica: a procura por microfundamentos, só que desta vez capazes de violar o paradigma walrasiano. Trata-se de uma procura por microfundamentar a macroeconomia numa teoria ortodoxa na qual os mercados não sejam perfeitamente competitivos, existam externalidades e as informações não sejam perfeitas.

Ferreira (*ibidem*) salienta também que para os Novos-Keynesianos, a diferença entre ambas as escolas reside no fato de que enquanto os Novos-Clássicos adaptaram a macroteoria à microteoria, os teóricos novo-keynesianos fizeram o contrário na sua procura por alcançar certos resultados macroeconômicos considerados keynesianos. Geralmente, é neste sentido que os membros desta escola costumam afirmar que procuram explicar grandes impactos no produto e desemprego, baseados em “pequenos” problemas.

Embora exista uma unidade, entre os Novos-Keynesianos, no que diz respeito ao uso das premissas de agentes econômicos maximizadores de lucro e utilidade que formam expectativas racionais, e no uso necessário de microfundamentos para a macroeconomia, a escola novo-keynesiana, tal como ressaltam Greenwald e Stiglitz (1993), se subdivide em duas linhas bastante diferentes, que serão tratadas separadamente a seguir. A primeira linha examina falhas de mercado ligadas às rigidezes nominais e reais de preços e salários, ao passo que a segunda analisa falhas de mercado ligadas às assimetrias informacionais associadas ao comportamento dos agentes nos mercados de capitais e bens.

1.1 – OS NOVOS-KEYNESIANOS DA RIGIDEZ DE PREÇOS

Mankiw (1993), um dos principais autores desta linha de pesquisa, vê no seu desenvolvimento uma certa seqüência em relação a uma das abordagens do velho-keynesianismo do *mainstream*¹. Diz ele:

¹ Feitas as devidas ressalvas a respeito das diferentes metodologias utilizadas pelas duas escolas, e das diferenças a respeito do tipo de lentidão que os preços têm para se ajustar.

“Traditional expositions of Keynesian economics emphasized the role of rigidities in nominal wages and prices. It is natural, then, that one strand of new Keynesian economics seeks to explain price rigidities.” (Mankiw, 1993:4)

Conseqüentemente, os Novos-Keynesianos desta linha procuram microfundamentar a existência de rigidezes (nominais e reais) de preços e salários, para que seja possível explicar tanto a invalidade da dicotomia clássica entre variáveis nominais e reais como o desemprego.

A rigidez de preços é elencada como a causa central para a importância dos choques monetários e de demanda. Para Davidson (1994:300-302), é clara neste argumento a alusão à antiga e persistente noção de inversão das velocidades marshallianas de mudanças de preços nominais e quantidades para o ajustamento diante de choques de demanda. Como os preços são rígidos, o ajuste se dá via quantidades.

Mankiw (1993) e Romer (1993) sustentam que para que isso seja microeconomicamente possível, é preciso passar de um contexto de concorrência perfeita, em que as firmas são *price takers*, para um contexto de concorrência imperfeita², no qual as firmas são *price makers*. Ademais, é necessário encontrar barreiras, para o ajuste nominal de preços ante choques de demanda, que sejam compatíveis com o comportamento de um agente maximizador que forma expectativas racionais.

É preciso atentar para o significado da rigidez a que se faz menção nesta abordagem, tal como faz Sicsú (1999). Não se trata de algo estritamente oposto à flexibilidade, na medida em que se trata de preços que terminam por se ajustar em algum momento próximo. Ou seja, é uma rigidez de curto prazo, sendo que no longo prazo prevaleceria o ajuste via preços flexíveis, e o produto não sofreria desvios.

Ainda no que diz respeito aos preços rígidos, tal como ressalta Romer (1993) as pesquisas dos Novos-Keynesianos avançaram em direção também aos preços reais. O autor explicita que se o comportamento das firmas também implica certos graus de rigidez real de preços, então é possível afirmar que distúrbios no produto em função de choques de demanda podem ter uma duração mais longa do que a propiciada por rigidezes fundamentalmente nominais, decorrentes de “fricções”. Isso porque os modelos de rigidez real de preços são baseados na dimensão dos incentivos que as firmas têm para alterar seus preços reais (que podem persistir por longo tempo), ao passo que fricções que

² Romer (1993) também ressalta que a utilização de modelos com concorrência imperfeita, de sorte a tornar inviável o mundo walrasiano, tem também outra função: numa economia puramente walrasiana, o nível de produto que prevaleceria seria ótimo. Assim, qualquer desvio em relação ao nível normal de produto, tanto em função de um *boom* como de uma recessão, levaria a uma queda no bem-estar. O modelo de concorrência imperfeita não somente viabiliza um comportamento das firmas que propicia rigidez de preços, como também torna possível a assimetria entre *booms* e recessões no que diz respeito ao bem estar – enquanto que no primeiro haveria um aumento do bem estar, no segundo haveria uma queda –, uma vez que o produto não se encontra inicialmente em seu ponto ótimo.

provocam diretamente rigidezes nominais tendem a ser passageiras, não sustentando a rigidez de preços nominais por tanto tempo quanto as provocadas pelas rigidezes reais.

Romer (*ibidem*) também mostra que, ao construir modelos de rigidez real de preços, os Novos-Keynesianos também podem estabelecer relações entre os mercados de bens e o mercado de trabalho, uma vez que a rigidez ou flexibilidade de salários reais também influencia o grau de rigidez real de preços. Os modelos de rigidezes nominais e rigidezes reais serão abordados nos itens 1.1.1 e 1.1.3, respectivamente.

No tocante à rigidez de salários, com base no exposto em Romer (*ibidem*), cabe ressaltar que os Novos-Keynesianos a consideram a fonte do desemprego involuntário. Destarte, tal como destaca Ferreira (2003), ao microfundamentar a rigidez dos salários, sustentam que o desemprego é produto das próprias características do mercado de trabalho, que fazem com que o salário real vigente possa estar acima do nível de *market clearing* deste mercado, provocando portanto um excesso de oferta de mão de obra. Isto é equivalente a dizer que o mercado de trabalho também tem aspectos que violam o paradigma walrasiano, e que o desemprego, porquanto é decorrência dos aspectos não-walrasianos do mercado de trabalho, é no fundo produto da racionalidade dos próprios agentes atuantes neste mercado – a saber, firmas e trabalhadores. O mercado de trabalho será retomado no item 1.1.2.

A seguir, serão explicados em linhas gerais os principais aspectos dos microfundamentos das rigidezes de preços e salários.

1.1.1 – Rigidezes Nominais de Preços

Estas foram objeto das primeiras pesquisas novo-keynesianas que procuraram romper com a dicotomia clássica. Tal como mostra Sicsú (1999), procurou-se identificar fontes de “fricções” que fossem capazes de tornar os preços nominais rígidos, ao menos no curto prazo.

Os modelos pioneiros, tal como expõe Sicsú (*ibidem*), foram os dos “custos de menu” – custos associados à alteração de preços, sejam eles o custo de etiquetagem, custos tecnológicos de mudança de preços, etc. Os custos de menu seriam capazes, segundo os modelos que os utilizam, de tornar mais compensador para uma firma, ante um choque de demanda, modificar a quantidade produzida e não os preços, ou pelo menos de tornar os reajustes de preços apenas periódicos.

A abordagem dos custos de menu tem sido, entretanto, alvo de algumas críticas e controvérsias, inclusive dentro do terreno novo-keynesiano. Greenwald e Stiglitz (1993: 36-37), por exemplo, afirmam que “(...) *the relative rigidity of wages and prices remains a phenomena which needs to be explained*”. Sua descrença em relação à relevância dos custos de menu fica ainda mais clara quando

afirmam que *“indeed, these [menu] costs are small, and have become smaller as computer programs allow the printing of menus on a daily basis at a marginal cost of pennies”*. Estes autores ponderam que é possível sustentar que embora custos de não ajustar preços sejam pequenos, os ganhos também podem ser pequenos; e que as perdas podem ser pequenas no nível da firma, mas grandes em termos da perda de riqueza para a sociedade. Mesmo assim, declaram que *“while both of these propositions are correct, they are not sufficient to justify paying much attention to the menu cost literature”* (p. 37).

Romer (1993), ao discutir sobre as fricções capazes gerar rigidez nominal de preços, destaca que tal leitura do argumento de que pequenas fricções podem gerar rigidez nominal significativa repousa sobre uma confusão sobre o uso do termo “pequenas” (*“small”*). Para este autor, *“the fact that the necessary frictions are ‘small’ in the sense of being second order in the size of the aggregate demand movements is simply irrelevant to (...) [the nominal rigidities] issue”* (p.10). Ele salienta que as fricções elencadas para justificar a rigidez nominal de preços são pequenas no sentido de que representam “barreiras empíricas plausíveis” à flexibilidade nominal de preços.

No entanto, o Romer (*ibidem*) admite as dificuldades das pesquisas baseadas exclusivamente em custos de menu. Ele salienta que para as firmas há outras formas de “nada fazer” a respeito dos preços nominais, mas que podem implicar alterações de preços – por exemplo, a indexação a algum índice fixo pode ter custos baixos e representar uma forma de “nada fazer”. Mais do que isso, pesquisas empíricas mostraram que firmas que imprimem catálogos com frequência comumente deixam os preços inalterados por diversas edições. Desta forma, isto só seria compatível com custos de menu se algum custo de ajuste de preços (não relacionado à impressão dos catálogos) fosse extremamente elevado.

Assim, Romer (*ibidem*) salienta que outro elemento importante para a rigidez nominal de preços é a “simplicidade de contas”, uma vez que bens são trocados por moeda, e não por outros bens, sendo portanto natural usar o meio de troca como unidade de conta (o que não deixa de ser uma surpresa para esta linha de Novos-Keynesianos, uma vez que consideram que os agentes pensam sobretudo em termos de variáveis reais). Aliado a este elemento, os custos de menu poderiam fazer com que preços não fossem ajustados continuamente. O autor pondera, todavia, que de fato custos de menu e “simplicidade de contas” por si próprios não são suficientes para gerar rigidez nominal substancial, mas ao menos podem explicar por que manter preços nominais rígidos pode ser o equivalente, para a firma, a “nada fazer”. Outra fricção nominal importante quando associada aos dois elementos citados anteriormente é, segundo Romer, a *“near rationality”*. Neste caso, as firmas simplesmente renunciam a pequenas quantidades de lucros, num comportamento não estritamente racional, no sentido geralmente usado pelos Novos-Keynesianos.

Haveria também outros elementos importantes para a rigidez nominal de preços, que podem ser acrescentados aos anteriores, segundo Romer (*ibidem*). Em primeiro lugar, quando os preços são normalmente deixados rígidos, alterar preços deve ser produto de uma decisão consciente da firma *price setter*, assim como deve haver uma percepção por sua parte de que há benefícios associados à alteração de preços ante as mudanças de demanda. Ademais, se a maioria das firmas altera seus preços de forma infreqüente, uma mudança de política de formação de preços inclui não somente os custos diretamente associados a essa decisão, como também os custos de informar aos clientes qual a nova política e como funciona. Por fim, como preços e salários são denominados em unidades monetárias, indivíduos poderiam começar a ver preços e salários rígidos como uma norma, e quebrá-la poderia ofender trabalhadores, clientes, etc.

Por fim, nesta linha de análise, Romer (*ibidem*) acrescenta que a inflação é vista como um elemento capaz de enfraquecer fricções de ajustes nominais de preços. *Price setters* aprenderiam que é importante ajustar seus preços em relação aos movimentos do nível de preços agregado, e indivíduos não dariam grande importância a preços e salários nominais.

1.1.2 – Mercado de Trabalho

Outro objeto de análise desta linha de Novos-Keynesianos são as rigidezes de salários, na medida em que, como já foi afirmado, são capazes de explicar a ocorrência de desemprego involuntário. Ferreira (2003) afirma que a primeira tentativa, no final dos anos setenta, foi uma linha de pesquisa que procurou enxergar rigidez nominal de salários no mercado de trabalho. A fonte dessa rigidez seria a forma pela qual os contratos de trabalho seriam feitos – haveria predeterminação do salário nominal, que não se modificaria a cada modificação do nível geral de preços. No entanto, uma dificuldade enfrentada por esta abordagem foi que ela implicaria um salário real contracíclico, o que contraria as evidências empíricas.

Os modelos mais citados são os de rigidezes reais de salários. A partir de Ferreira (2003) e Greenwald e Stiglitz (1993) é possível expor os três grandes grupos de modelos que procuram microfundamentar os salários reais rígidos: os modelos de “salários de eficiência”, os de “barganha salarial” (ou de “*insiders*” versus “*outsiders*”) e os de “contratos implícitos”.

Os primeiros modelos estabelecem uma relação entre salário real e produtividade do trabalho. Destarte, pode ser indesejável para a firma reduzir salários na presença de desemprego, uma vez que isto diminuiria de alguma forma a produtividade dos trabalhadores, e isto faria com que os salários

permanecessem, portanto, acima do nível de *market clearing*. Há quatro subdivisões dentro deste grupo de modelos.

Primeiramente, temos os modelos de “*shirking*”, nos quais há um custo para a firma associado ao monitoramento da atividade dos trabalhadores. Assim, ela prefere pagar um salário mais alto, que aumenta as perdas do trabalhador se ele não trabalhar tal como se espera e for descoberto pela firma. Ou seja, ao mesmo tempo em que o salário mais alto implica um incentivo para que o trabalhador não desperdice horas de trabalho, o próprio desemprego involuntário gerado funciona como um “*worker discipline device*”. Um segundo subtipo de modelo de salários de eficiência é o de redução da rotatividade da mão de obra. Para a firma seria compensador pagar um salário mais alto uma vez que, como há custos associados ao treinamento de pessoal, a queda da rotatividade propiciada pelo salário real mais alto diminuiria os custos. O terceiro subtipo é o “*reservation wage*”: uma vez que as firmas não têm condições de obter informações de boa qualidade sobre o real nível de qualificação dos candidatos a vagas de emprego abertas, aceitam pagar salários mais altos esperando aumentar suas chances de contratar um trabalhador mais qualificado. Por último, há o subtipo de modelos de “troca de presentes” (ou “modelo sociológico”), nos quais a rigidez do salário real refletiria convenções sociais e normas sobre comportamentos considerados apropriados num ambiente de trabalho. Neste contexto, um salário real mais alto melhoraria o desempenho do trabalhador ao aumentar sua satisfação e lealdade.

Em segundo lugar, o grupo de modelos de “barganha salarial” (ou “*insiders*” versus “*outsiders*”) se baseia na idéia de que trabalhadores já empregados conseguem, através da ação dos sindicatos, provocar um aumento do salário para além do nível de *market clearing*. Os trabalhadores empregados (“*insiders*”) ganhariam um excesso de salário real às custas, portanto, dos trabalhadores desempregados (“*outsiders*”).

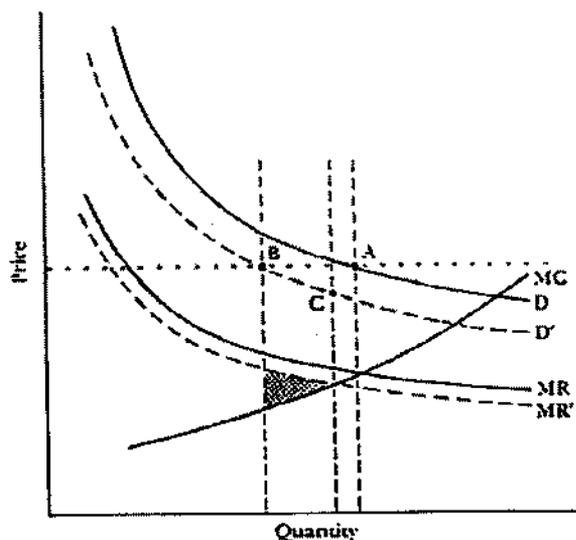
Finalmente, temos os modelos baseados no conceito de “contratos implícitos”, nos quais há aversão aos riscos por parte dos trabalhadores. Em função disto, os trabalhadores prefeririam salários que correspondessem à esperança média de ganho em períodos de “estado bom” e “estado ruim” da economia. Destarte, quando a economia estivesse num período de “estado bom”, o salários reais estariam mais baixos do que o nível de *market clearing*, e em períodos de “estado ruim”, os salários reais estariam num nível mais alto. No primeiro caso, haveria excesso de demanda por trabalho por parte das firmas e, no segundo, excesso de oferta de trabalho por parte dos trabalhadores.

1.1.3 – Rigidezes Reais de Preços

Como dito anteriormente, os modelos de rigidez real de preços se baseiam nos incentivos que as firmas têm para alterar seus preços ante choques de demanda, ao longo do ciclo econômico. A exposição dos conceitos básicos para a análise deste tipo de rigidez pode ser dada da forma que se segue, com base em Romer (1993).

Imaginando-se que a firma representativa do gráfico 1.1 se encontra numa situação de equilíbrio no sentido ortodoxo, seu custo marginal iguala-se à sua receita marginal (ponto A). Se há um deslocamento na curva de demanda, tal qual mostrado no gráfico, os ganhos que a firma poderá ter ao reduzir seu preço até o novo nível de equilíbrio (ponto C) são os representados pelo triângulo escuro existente entre as curvas de receita e custo marginal. O incentivo para a firma alterar ou não seu preço depende da área do triângulo (que depende do comportamento da receita marginal e do custo marginal em decorrência de choques e do ciclo econômico), e das fricções nominais que a firma enfrenta para a alteração de preços.

Gráfico 1.1



Fonte: Romer (1993:9)

Desta maneira, a inclinação e o deslocamento das curvas de receita marginal determinarão o tamanho do triângulo, ao passo que o tamanho das fricções nominais com as quais as firmas se depara implicará maiores ou menores custos associados à alteração de preços. Quando os incentivos à

alteração de preços por parte da firma são elevados, temos um baixo grau de “rigidez real”, e quando são pequenos, o contrário.

É importante ressaltar aqui que há interação entre os mercados de capital, trabalho e bens, na medida em que os custos do capital e do trabalho têm impactos sobre o comportamento da curva de custo marginal. Assim, Romer (1993:9-11) resalta que a importância do mercado de trabalho e capitais neste tipo de análise demonstra o porquê de ser insuficiente apenas acrescentar concorrência imperfeita e fricções nominais à visão de mundo do *mainstream* nos anos 50 e 60, para entender por que choques de demanda são centrais para as flutuações econômicas.

Romer (*ibidem*) cita quatro fontes de rigidez real mais relevantes e usualmente utilizadas para avaliar qual será o comportamento dos incentivos à alteração de preços por parte da firma.

Primeiramente, temos as economias externas de escala decorrentes de externalidades de mercados profundos (“*thick market externalities*”). Neste caso, a compra de insumos e a venda de produtos é mais fácil em momentos de intensa atividade econômica, quando o comércio está ativo e mercados estão funcionando satisfatoriamente, do que em momentos de recessão. Assim, no gráfico 1.1, o efeito desta fonte de rigidez real é deslocar para baixo a curva de custo marginal em momentos de expansão, e para cima em recessões.

Em segundo lugar, há as imperfeições de mercados de capital decorrentes de assimetria de informações. Aqui, esta assimetria entre tomadores e emprestadores de fundos é um obstáculo à procura de financiamento externo, do qual decorre um maior uso do financiamento interno, menos custoso. Os períodos de *boom* e recessão, ao modificar os lucros das firmas, têm impactos sobre seus custos: no período expansivo o uso de financiamento interno pode ser maior, reduzindo os custos, ao passo que no período recessivo a firma deve procurar mais financiamento externo, enfrentando custos maiores. Esta fonte de rigidez real está associada ao tipo de análise da segunda linha de Novos-Keynesianos, cujos aspectos teóricos centrais serão tratados de forma mais aprofundada na seção 1.2 deste capítulo.

A terceira fonte de rigidez real está associada ao comportamento cíclico das elasticidades-preço da demanda nos mercados de bens. Por exemplo, em função dos efeitos das externalidades supracitadas, esta elasticidade pode variar em resposta a variações no produto, aumentando no caso de expansões (dado que as firmas têm maior facilidade em disseminar informações nos mercados) e diminuindo em casos de retração do produto. Assim, há impactos sobre a curva de receita marginal do gráfico 1.1, reduzindo os incentivos para que a firma altere seus preços.

Por fim, temos a rigidez real de salários como fonte de rigidez real. De acordo com o que foi exposto no item 1.1.2, se temos salários reais que são relativamente rígidos a distúrbios de demanda

(se, por exemplo, não caírem depois de uma contração da demanda), então há redução nos incentivos das firmas a variar seus preços em relação a choques de demanda. Para Romer, à luz desta fonte de rigidez real, pode-se até mesmo atribuir um papel maior às fricções que possam tornar os salários nominais rígidos ante choques de demanda, do que às fricções de ajustamento de preços nominais.

1.2 – OS NOVOS-KEYNESIANOS DAS ASSIMETRIAS DE INFORMAÇÕES, AVERSÃO AO RISCO E RACIONAMENTO DE CRÉDITO

“The new keynesian view that emphasizes price flexibility suggests an alternate and more complex perspective: first, that natural economic forces can magnify economic shocks that may seem small, and second, that existing price rigidities may reduce the magnitude of the fluctuations, as Keynes argued.”

- Bruce Greenwald e Joseph Stiglitz

Finda a exposição sobre os Novos-Keynesianos da rigidez de preços e salários, cabe passar para a segunda linha dentro desta escola de pensamento econômico. É interessante observar que a despeito de também se basear na hipótese de expectativas racionais e de agentes maximizadores de lucro e utilidade, esta linha guarda diferenças acentuadas em relação à primeira. Com efeito, a citação acima apresentada, formulada pelo mais importante teórico desta escola, Joseph Stiglitz, ilustra uma das diferenças mais marcantes em relação à linha das rigidezes de preços e salários: a tese de que a flexibilidade de preços e salários, longe de tornar estável o produto frente a choques de demanda, poderia acentuar suas flutuações.

Como já exposto anteriormente, esta segunda linha teórica novo-keynesiana compartilha com a primeira a aceitação da premissa novo-clássica de que agentes econômicos são maximizadores de lucro e utilidade, além de formarem expectativas racionais, assim como também considera obrigatória a microfundamentação da macroeconomia. Outrossim, permanece ligada a um mesmo núcleo básico de problemas a serem explicados por uma macroteoria: a existência de desemprego involuntário, a invalidade da dicotomia clássica entre variáveis reais e nominais e a perspectiva de que flutuações no nível de produto agregado não decorrem de mudanças de curto prazo na tecnologia ou nas preferências. No entanto, tal como ressaltam Greenwald e Stiglitz (1993), para esta corrente há também outros problemas que uma boa macroteoria deve explicar – por exemplo, por que as flutuações econômicas têm magnitude e persistência tão grandes, ou por que os investimentos, os estoques e a construção civil flutuam mais do que o produto.

É muito importante ter em conta que, tal como ressaltam Ferreira Jr. (1998) e Canuto e Ferreira Jr. (1999), no caso destes Novos-Keynesianos parte significativa do esforço de teorização de encontra concentrado nos mecanismos de propagação e amplificação de choques estocásticos – sejam eles de natureza real, expectacional ou de demanda. Sustenta-se que mesmo pequenos choques estocásticos são capazes de gerar grandes e persistentes variações no produto.

A compreensão das teses principais desta linha novo-keynesiana passa pela constatação de que, sem sombra de dúvida, o elemento chave desta abordagem é a existência de assimetrias informacionais³ irredutíveis nos mercados, com especial relevância para os mercados de capitais.

Fazzari (1992) resalta que o termo “assimetrias” diferencia este caso em relação a casos com informações apenas imperfeitas. No caso de *assimetrias* de informação, afirma-se que todas as informações disponíveis *não* podem ser distribuídas de forma simétrica entre os agentes, em função de estruturas de incentivos que não favorecem que uns revelem a outros certas informações (ou seja, para alguns agentes pode ser extremamente desvantajoso revelar informações aos outros) – em outras palavras, sempre será possível que certos agentes tenham vantagens informacionais em relação a outros. O monitoramento entre agentes para eliminar estas assimetrias não seria viável em função de implicar custos demasiado elevados.

Todavia, é preciso ressaltar, tal como fazem Ferreira Jr. (1998) e Canuto e Ferreira Jr. (1999), que para esta linha novo-keynesiana, o fato dos agentes formarem expectativas racionais significa que eles usam plenamente o conjunto de informações de que dispõem. Ou seja, a existência de assimetrias informacionais e formação de expectativas racionais implica a formação circunscrita de expectativas plenamente racionais, e a possibilidade de que agentes possam errar de forma reiterada (Canuto e Ferreira Jr., *ibidem*, p. 9). Há que abrir um parêntese neste ponto, pois cabe assinalar também que estes Novos-Keynesianos (e em especial Stiglitz) não deixam de fazer algumas ressalvas em relação ao uso indiscriminado da hipótese de expectativas racionais. De fato, Greenwald e Stiglitz afirmam que “*today, most Keynesians believe that whether expectations are 'rational' is an empirical question – one which, in important instances, will surely be answered in the negative*” (Greenwald e Stiglitz, 1993:41). Em seguida, acrescentam: “*(...) many new Keynesians are not adverse to use rational expectation assumption when it is convenient to do so*” (Greenwald e Stiglitz, 1993:41). Trata-se, portanto, de uma posição menos extrema do que a dos Novos-Clássicos a respeito desta hipótese.

³ O artigo seminal na literatura de assimetria de informações é o de Akerloff, G.A. (1970), onde é analisado o mercado de automóveis usados de qualidade duvidosa (“*lemons*”) nos EUA. Esta idéia só viria a ser aplicada a assuntos macroeconômicos anos depois.

De volta às assimetrias de informações é oportuno ressaltar, tal como fazem Ferreira Jr. (1998) e Canuto e Ferreira Jr. (1999), que para esta escola as mesmas são *irredutíveis*. Isto implica uma visão de que o mercado e o sistema de preços não são mecanismos perfeitamente eficientes de alocação de recursos escassos.

As assimetrias de informações se subdividem basicamente em dois tipos: seleção adversa e risco moral. Canuto e Ferreira Jr. (1999) definem os dois tipos de assimetrias de informação da seguinte forma:

“Assimetrias de informações entre duas partes que transacionam ocorrem quando uma parte detém mais informações do que a outra, seja ex-ante em relação às características do que está sendo comprado ou vendido, seja ex-post em relação ao comportamento dos indivíduos depois de firmado o contrato. Os modelos de seleção adversa tratam de problemas de informações imperfeitas associadas ao primeiro caso, enquanto que os de risco moral abordam os problemas de informações relacionados ao segundo”. (p. 6)

Estas assimetrias irredutíveis, tal como mostra Ferreira Jr. (1998), são a causa de uma série de outras características dos mercados, essenciais para a esta corrente teórica: os riscos, exacerbados pela inexistência de mercados futuros completos para todos os bens e serviços, não são transferíveis, a não ser a um custo econômico elevadíssimo; os agentes não têm como ter certeza sobre como será o desempenho e o comportamento dos demais agentes frente às suas ações a ao ambiente econômico, a custos viáveis; e por fim, inclusive em função das duas características anteriores, os agentes agem de forma aversa a riscos.

Greenwald e Stiglitz (1993), acerca dos “ingredientes” que compõem a teoria desta corrente novo-keynesiana, fazem a seguinte afirmação:

“[this new Keynesian view] contains three basic ingredients, each playing a different role in explaining aspects of the underlying macroeconomic quandaries, but all based on problems which arise in economies with imperfect information and incomplete contracts. The ingredients are: risk-averse firms; a credit allocation mechanism in which credit-rationing, risk-averse banks play a central role; and new labor market theories, including efficiency wages and insider-outsider models. These building blocks should help to explain how price flexibility contributes to macroeconomic fluctuations and to

unemployment. In particular, the first two building blocks (...) explain why small shocks to the economy can give rise to large changes in output, while the new labor market theories (...) explain why those changes in output (with their associated changes in the demand curve for labor) result in unemployment". (p.26)

Nos itens apresentados a seguir, tais “*building blocks*” serão gradualmente expostos e explicados de forma mais detalhada. Em primeiro lugar, serão analisados os “ingredientes” essenciais relacionados aos mercados de capitais (incluindo o mercado de empréstimos bancários); em seguida, aqueles relativos ao problema das firmas avessas ao risco; em penúltimo lugar, serão abordados de forma integrada os elementos que fazem parte do processo de transmissão e amplificação de choques econômicos; e por último, será feita uma breve exposição sobre as teorias sobre desemprego ligadas a esta linha novo-keynesiana.

1.2.1 – Assimetrias de Informações nos Mercados de Capitais

É importante atentar para o fato de que estes Novos-Keynesianos tratam de forma diferenciada os mercados de ações e os de empréstimos, em função da existência de assimetrias informacionais irreduzíveis em ambos, com resultados distintos. A seguir serão analisados o mercado de ações, com base em Greenwald e Stiglitz (1993), e o mercado de crédito bancário, com base em Greenwald e Stiglitz (1993) e Ferreira Jr. (1998).

1.2.1.1 – Assimetrias de Informações no Mercado de Ações

Greenwald e Stiglitz (1993) salientam que o mercado de ações tem certas propriedades que o tornariam, a princípio, uma fonte de financiamento muito atraente. Isto porque a firma compartilha o risco com aqueles que provêm o financiamento, e não há obrigações fixas.

No entanto, segundo os autores, a existência de assimetrias de informações neste mercado teria conseqüências relevantes para as decisões de financiamento das firmas, uma vez que provoca racionamento no mesmo. Ademais, resulta em riscos para as firmas que procuram emitir ações, pois quando estas são emitidas os potenciais investidores podem interpretar este fato de forma negativa e o preço das ações pode declinar.

Isto porque, por um lado, existe o problema de *seleção adversa* no mercado de ações. Logo, os investidores não teriam como saber se uma emissão de ações que está sendo feita tem como base

a necessidade de financiamento para projetos de investimento efetivamente rentáveis, ou se o agente que está realizando a emissão simplesmente não conseguiu previamente levantar recursos no mercado de crédito, pelo fato dos termos sobre os quais os banqueiros desejam emprestar serem muito onerosos. Esse é motivo pelo qual uma firma que deseje se financiar através deste mercado correria o risco de ter suas ações desvalorizadas. A seleção adversa que ocorreria neste mercado também implica que os próprios investidores, por não contarem com informações que permitam uma distinção entre as empresas de baixo risco das de alto risco, não têm como neutralizar seus riscos através de um amplo processo de diversificação de seus portfólios.

Por outro lado, existiria também *risco moral* neste mercado, resultando na existência de problemas de incentivos e monitoramento. Por um lado, os gestores das firmas se veriam desestimulados a salvaguardar exclusivamente os interesses destas empresas por terem que dividir seus esforços com os acionistas através de dividendos (isto poderia gerar diversos problemas, como por exemplo comportamento *rent seeking*). Haveria também uma relação direta entre incentivos e riscos, o que equivale a dizer que menores riscos implicariam menores incentivos para os administradores. Por fim, haveria um problema de “*free-rider*” pelo lado dos acionistas, uma vez que o esforço de um acionista para monitorar os administradores beneficiaria todos os demais acionistas, pelo melhor desempenho das empresas.

Em suma, em função das assimetrias de informação *ex-post* e *ex-ante* existentes neste mercado, seria inviável para as firmas levantar neles recursos a um custo baixo. É com base neste conjunto de problemas que se apresentam no mercado de ações que os Novos-Keynesianos sustentam que existe um problema de racionamento no mesmo. Conseqüentemente, as firmas se vêem obrigadas a depender da retenção de lucros e dos empréstimos (bancários e não-bancários) para financiar suas atividades, com impactos relevantes para o comportamento das mesmas e das flutuações econômicas. Este tema será aprofundado no item 1.2.2. Cabe, antes, analisar o outro mercado de capitais – o mercado de empréstimos.

1.2.1.2 – Assimetrias de Informações no Mercado de Crédito

O mercado de crédito é, para a linha novo-keynesiana em questão, um dos principais objetos de teorização. Suas características são centrais para a compreensão das flutuações no produto nesta abordagem, o que representa algo absolutamente inédito no *mainstream*⁴.

⁴ Este ponto chama especialmente a atenção dos Pós-Keynesianos. Ferreira (2003:80), afirma que “(...) é preciso reconhecer que, ao admitir um papel para o crédito, para os bancos e para assimetrias de informação ‘irreduzíveis’, o autor consegue

É preciso, antes de mais nada, tomar nota da diferença deste mercado em relação ao mercado de ações, tal qual salientam Greenwald e Stiglitz (1993): o uso de empréstimos implica, para a firma, condições bastante diferentes das existentes no mercado acionário, na medida em que cada vez que contrai um empréstimo, passa a ter obrigações fixas a cumprir. Disto decorre que a insolvência deve ser cuidadosamente evitada, sob pena de vir a provocar a falência da firma.

Greenwald e Stiglitz (*ibidem*) sustentam que os bancos são empresas que têm o papel extremamente importante de fazer a intermediação entre tomadores e fornecedores de recursos financeiros. São instituições altamente alavancadas, e as obrigações de seus devedores podem eventualmente não lhes serem honradas (em outras palavras, há riscos de inadimplência). Destarte, os bancos devem procurar *selecionar* novos clientes e *monitorar* os atuais clientes para os quais fazem empréstimos. A estas atividades, é acrescentada ainda uma outra – a compra de ativos seguros, como por exemplo, títulos do tesouro. Estas três atividades constituem, dentro da terminologia novo-keynesiana, o portfólio bancário⁵. É preciso aqui atentar para o fato de que para o monitoramento e seleção de clientes, os bancos contam com um capital informacional construído ao longo do tempo, e que pode ser destruído facilmente pela mudança nas condições econômicas que possam modificar o desempenho dos agentes.

Ferreira Jr. (1998) salienta que as atividades de seleção e monitoramento estão sujeitas a assimetrias informacionais *ex-ante* e *ex-post*. É com base nestas assimetrias que se justifica, nesta teoria, a possibilidade de ocorrência de racionamento de crédito, ou seja, excesso de demanda por fundos a uma dada taxa de juros. Casos de risco moral estão associados, aqui, à possibilidade de que eventuais aumentos da taxa de juros e de colaterais possam, a partir de certo ponto, estimular os agentes devedores a correr riscos. Taxas de juros elevadas, por sua vez, provocam uma seleção adversa nos agentes que procuram crédito, fazendo com que aumente a participação de projetos de agentes com preferência por tomar riscos no “*mix*” de projetos que os bancos financiam. Em ambos os casos aumenta o risco de inadimplência dos bancos, em função do aumento do risco de falência das firmas – o que pode vir também a aumentar o risco de falência da própria instituição bancária.

Assim, explica Ferreira Jr. (1998), em função do risco moral e seleção adversa, os retornos esperados dos bancos não aumentarão monotonicamente com a taxa de juros cobrada nos empréstimos (ter-se-á uma curva de retornos esperados em forma de “U” invertido). A taxa de juros que maximiza os retornos esperados do banco pode não ser a taxa que vigoraria num caso

captar algumas das características essenciais de uma economia monetária”. A discussão pós-keynesiana sobre os Novos-Keynesianos será exposta no capítulo 3.

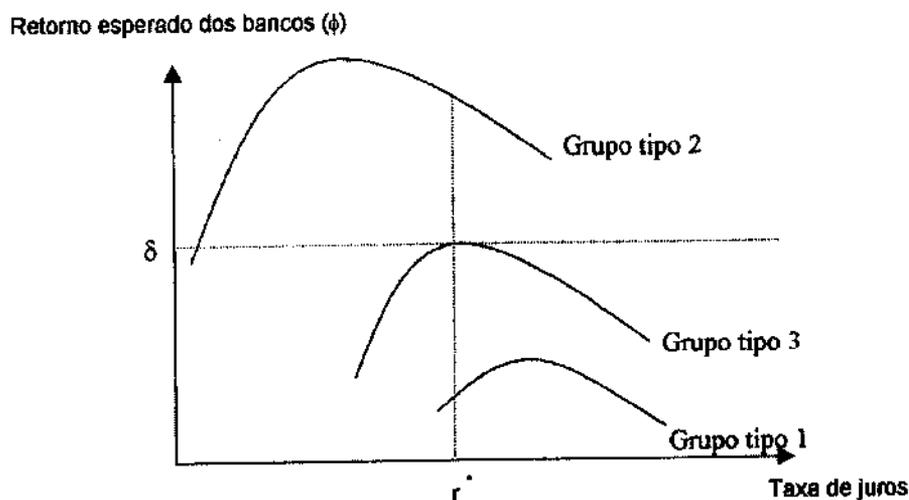
⁵ Este termo está associado à “teoria de portfólio” da firma, a ser tratada no item 1.2.2.

walrasiano de *market clearing*. Neste caso, haverá firmas que estão dispostas a tomar crédito no mercado sem ter acesso ao mesmo, mesmo quando este estiver no equilíbrio.

O autor ressalta que devido a que taxa de juros não funciona perfeitamente como mecanismo de coordenação da alocação de recursos creditícios, ao mesmo tempo em que a classificação feita pelos bancos de seus candidatos a empréstimos é imperfeita, os critérios que os bancos estabelecem para a alocação de seus recursos passam a ser fundamentais para determinar quais potenciais clientes receberão ou não crédito.

Desta forma, de acordo com Ferreira Jr. (*ibidem*), quando há uma população composta por muitos grupos tomadores de empréstimos, sustenta-se que para os bancos, o critério para a formação da taxa de juros é o de se estabelecer uma taxa, para cada grupo, que iguale o retorno esperado dos empréstimos ao custo de captação dos depósitos. Em equilíbrio competitivo todos os emprestadores deveriam ter os mesmos retornos esperados e os mesmos custos com depósitos. Os grupos podem ser classificados em três tipos, conforme está exposto no gráfico 1.3. Aqui, o grupo tipo 1 é denominado *redlined* e o grupo tipo 3 é denominado *marginal group*. O primeiro está situado abaixo do custo de captação dos depósitos (δ) para qualquer taxa de juros, e não irá obter crédito em qualquer situação. O grupo tipo 3 é o que irá experimentar racionamento de crédito na situação exposta, na medida em que enquanto alguns membros deste grupo receberão crédito, outros que apresentam aparentemente as mesmas características não. O grupo tipo 2, por último, tem suas demandas por crédito plenamente satisfeitas, pois os retornos esperados se encontram acima do custo de captação dos depósitos a qualquer taxa de juros.

Gráfico 1.3



Fonte: Ferreira Jr. (1998:31)

Através deste gráfico é possível visualizar alguns efeitos relevantes. Em primeiro lugar, reduções acentuadas no crédito resultarão na completa exclusão do grupo tipo 3 em relação ao mix de projetos que os bancos financiam. O grupo tipo 2, por sua vez, poderá passar a ser um *marginal group*. Em segundo lugar, caso houvesse um *continuum* de grupos, os grupos do tipo 1 e 3 poderiam ser praticamente indistinguíveis. Este seria um caso puro de racionamento de crédito, pois dentre estes grupos quase indiferenciáveis alguns teriam acesso ao crédito, enquanto que outros não.

Por fim, é preciso esclarecer que para esta linha de racionamento de Novos-Keynesianos, tal como ressaltam Canuto e Ferreira Jr. (1999:18), a relevância da moeda para a atividade econômica decorre da relação entre moeda e crédito, uma vez que, tal como afirma Stiglitz, “transação não requer moeda, só crédito” [Stiglitz, 1998, *apud* Canuto e Ferreira Jr. (1999:18)]. Inclusive, para este autor, as flutuações das taxas de juros reais na economia parecem jogar um papel menor, em comparação com alterações na disponibilidade de crédito (que ocorrem principalmente em função da percepção de risco dos agentes). De fato, para a teoria novo-keynesiana os bancos e o mercado de crédito são uma engrenagem essencial dentro do processo de transmissão e amplificação dos choques econômicos. Este ponto voltará a ser abordado adiante.

1.2.2 – Firmas Avessas a Riscos e Custos de Falência

Antes de abordar os mecanismos de transmissão e amplificação dos choques econômicos de uma forma integrada, cabe uma exposição de outro aspecto central da teoria novo-keynesiana: o comportamento da firma ante riscos econômicos.

Segundo Ferreira Jr. (1998) e Canuto e Ferreira Jr. (1999), as firmas são avessas ao risco e estão expostas a uma miríade de riscos: produzir é arriscado – leva tempo, e não há mercados futuros completos para vender a produção; agir de formas inesperadas ou incomuns é arriscado – não se sabe como os outros agentes reagirão, uma vez que se sabe muito mais sobre o *status quo*; buscar financiamento é arriscado – havendo racionamento no mercado de ações, as firmas são “empurradas” para o mercado de empréstimos (caso não tenham plenas condições de se auto-financiar), o que implica maiores riscos de falência pela existência de obrigações fixas com os emprestadores; etc. Cabe recordar que em função das assimetrias de informações os riscos não são transferíveis.

O risco de falência, por sua vez, é outra peça fundamental para esta teoria. O risco de falência está, aqui, diretamente associado ao mercado de empréstimos. Stiglitz esclarece: “(...) falência não é exatamente definida pelo fluxo de caixa. Firms vão à falência quando falham e não podem

encontrar emprestadores desejando emprestá-las” [Stiglitz (1998), *apud* Ferreira Jr. (1998:33)]. É claro que o fluxo de caixa não é irrelevante; de fato, quedas no fluxo de caixa estão associadas a quedas nos lucros (que são vistos como um resíduo), o que tem impacto negativo sobre as posições líquidas da firma e sobre seu patrimônio líquido.

A isto, segundo Ferreira Jr. (1998), está associado outro conceito importante. Se a firma que se encontra na situação acima descrita decidir tomar mais empréstimos, ampliará suas obrigações fixas futuras. Quanto maiores estas são, maiores serão as possibilidades da firma, no futuro, não conseguir cumprir com suas obrigações, ou seja, maior será o risco de falência. Por sua vez, custo extra que está associado à possibilidade de falência a cada unidade monetária a mais emprestada, é denominado “custo marginal de falência”. Este varia, portanto, de acordo com o risco de falência.

Os riscos, por sua vez, estão associados à *incerteza* (num sentido específico novo-keynesiano). Haveria dois tipos básicos de incerteza: incerteza instrumental (ou seja, associada às respostas dos demais agentes econômicos aos instrumentos escolhidos pela firma para realizar ajustes – salários, preços, quantidades, etc) e a incerteza sobre o preço futuro dos ativos nos mercados⁶ (ou “incerteza ambiental”). Aqui, o conceito risco está associado à possibilidade da firma tomar uma decisão equivocada. Cabe citar aqui Canuto e Ferreira Jr. (1999), no que diz respeito a riscos e incerteza. Dizem eles:

“O conceito de assimetrias de informações na teoria de Stiglitz não exclui nem contrapõe incerteza a risco (...) porque (...) [isto] não é necessário. Pelo contrário, risco em um modelo com assimetrias de informações irreduzíveis, como é o caso do de Stiglitz, é o custo a ser assumido por um agente econômico pelo fato de não ter certeza quanto às consequências de suas ações (“incerteza instrumental” (...)) e em relação à incerteza associada ao valor dos vários ativos (...).” (p.7)

As ações das firmas são afetadas por sua percepção dos riscos, através da incerteza instrumental e da incerteza associada ao valor futuro dos ativos. Greenwald e Stiglitz (1993:28) citam três aspectos que são essenciais para que estas decidam arcar com riscos: sua percepção do estado geral da economia, suas posições em caixa e ativos líquidos, e as mudanças no nível de

⁶ Canuto e Ferreira Jr. Ressaltam: “(...) Os preços dos ativos de capital são calculados com base no valor presente descontado (VPD), o qual sofre a influência de variações nas taxas de juros e nas expectativas em quanto ao preço futuro dos ativos. É a volatilidade dessas expectativas, na opinião de Stiglitz, que explica grande parte da volatilidade dos preços dos ativos de capital” (Canuto e Ferreira Jr., p. 8).

preços (uma vez que as dívidas estão denominadas em termos nominais, ao passo que pode haver variações nos preços da produção das firmas).

Por sua vez, a natureza adversa a riscos da firma sob as referidas “condições de incerteza” são a base da “teoria de portfólio da firma”. Nesta abordagem, a firma escolhe simultaneamente todas suas ações – preços, salários, número de empregados, nível de produção, etc. –, levando em conta ao mesmo tempo o risco e o retorno esperado de cada “portfólio” de decisões. Tal como afirmam Greenwald e Stiglitz (1993):

“In assessing the consequences of various actions, firms look at the effects that those actions will have on the firm’s assets, which include cash, a set of machines, a group of employees, a set of customers, and so on. Changes in economic circumstances – either firm’s willingness to bear risks, or its perceptions concerning the riskiness of value of various assets, will lead it to want to change that portfolio (...)”. (p. 28)

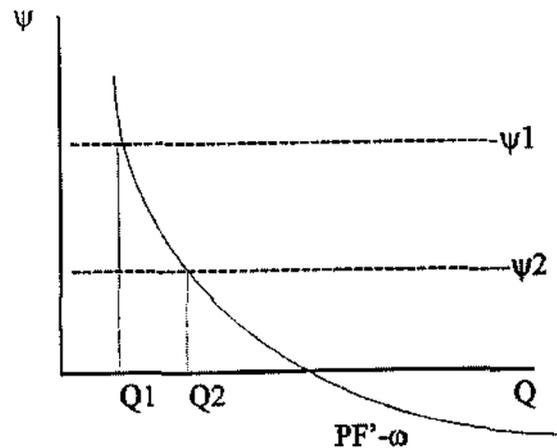
Assim, chega-se a um ponto crucial: segundo Greenwald e Stiglitz (1993), ante mudanças no ambiente econômico, as firmas deverão alterar suas ações. Se, por exemplo, a curva de demanda de uma firma se desloca para a esquerda, a firma deve decidir realizar um ajuste através de variação de preços, estoques ou quantidade produzida. Isto num contexto de “incerteza instrumental”. Ao mesmo tempo, a firma considerará a situação ampla da economia e, em particular, tal como já foi dito, quais conseqüências (por exemplo, através da queda dos lucros) esta poderá ter nos seus ativos líquidos e no seu patrimônio líquido.

E como a firma irá responder a variações no custo marginal de falência? Temos que a firma está sujeita às conseqüências de choques estocásticos (por exemplo, choques de preços seja por fatores reais, monetários ou mudanças não antecipadas na demanda), que podem modificar seu patrimônio líquido e também as suas expectativas. Segundo os Novos-Keynesianos, a existência do custo marginal de falência modifica a teoria tradicional (neoclássica) da firma, no sentido em que esta não irá mais produzir até o ponto onde a utilidade marginal do retorno líquido é zero, e sim a um ponto mais baixo. Segundo Ferreira Jr. (1998:21-22), se, por exemplo, tomássemos o nível de emprego como variável de decisão, teríamos:

$$(1.1) PF' - \omega = \Psi$$

Aqui, a firma produziria até o ponto em que o produto marginal (PF') igualaria o salário real (ω) e os custos marginais de falência (Ψ). Dado que o salário real e a função de produção não mudariam muito no curto prazo, teríamos que as variações na produção passariam a ser explicadas, no curto prazo, pela volatilidade dos custos marginais de falência. Ante maiores custos marginais de falência, a firma diminuiria a quantidade produzida. Expressando a relação entre Ψ e produção graficamente:

Gráfico 1.4



Fonte: Ferreira Jr. (1998:22)

Temos, portanto, que os determinantes do custo marginal de falência são peças centrais na determinação das flutuações das atividades econômicas. Aqui, como já ficou claro, encontramos então as variações no patrimônio líquido da firma (que modifica as necessidades de financiamento da mesma junto ao mercado de empréstimos) e sua percepção de risco, assim como as decisões dos bancos no que diz respeito ao racionamento do crédito⁷.

1.2.3 – Ciclos Econômicos

Finalmente, integrando os diversos aspectos tratados anteriormente, pode-se ter uma visão ampla do impacto de choques estocásticos sobre a variação do produto. Já foi afirmado que os choques são transmitidos e ampliados (em função das assimetrias de informações), de tal forma que mesmo choques pequenos podem gerar flutuações significativas. A partir de Ferreira Jr. (1998), é possível sintetizar tal processo da forma que se segue.

⁷ Cabe lembrar que os bancos também atuam escolhendo seus portfólios em função das variações em seu patrimônio líquido e de suas percepções de risco (inclusive o de inadimplência e de falência).

O choque decorrente de, por exemplo, uma variação não antecipada de demanda ou um processo de redistribuição de renda na economia, obrigará os agentes a reverem seus comportamentos com base numa racionalidade maximizadora e nas informações de que dispõem.

Os bancos levarão em consideração a possibilidade de deterioração na capacidade de seus devedores honrarem seus compromissos (riscos de inadimplência, que não podem ser distribuídos entre os agentes). Ademais, boa parte do capital informacional que estas instituições acumularem com o tempo será destruído quando o desempenho econômico dos devedores mudar, o que irá afetar negativamente sua capacidade de monitoramento e seleção de clientes (acentuando, portanto, o risco moral e a seleção adversa). Os lucros podem minguar e afetar negativamente o patrimônio líquido dos bancos, o que elevaria seu próprio risco de falência, dado alto grau de alavancagem que possuem. Ademais, percebem que um aumento de juros poderá intensificar os problemas de seleção adversa e risco moral. Assim, o banco essencialmente procede ao racionamento de crédito.

As firmas também deverão escolher de que forma responderão ao choque, num contexto de incerteza instrumental (ou seja, não têm certeza quanto às conseqüências que de modificações de preços, quantidades, etc). A perspectiva de que o racionamento de crédito possa vir a ocorrer é mais um elemento gerador de risco (inclusive o de falência) – em especial porque não há outros mercados de capitais completamente disponíveis, a exemplo do que ocorre com o mercado de ações. Sendo avessas aos riscos (inclusive os de falência), as firmas preferirão depender mais do auto-financiamento, mas esta fonte poderá ser afetada negativamente pela queda dos lucros e do patrimônio líquido. Assim, procedem a um ajuste via quantidades, *mesmo caso os preços sejam flexíveis*. De fato, se os preços forem flexíveis, as conseqüências dos choques serão sentidas com mais intensidade por parte das firmas – em função de modificações mais acentuadas no fluxo de caixa – o que pode exacerbar o racionamento de crédito e a queda do produto.

As decisões das firmas afetam ao mesmo tempo a produção corrente e a demanda por investimento. Os estoques, que fazem parte do “portfólio” das firmas, podem ser alvo de percepções de risco de queda de preços, de tal forma que as firmas podem diminuir seu nível desejado de inventário, intensificando os níveis de flutuação econômica. A referida queda na demanda por investimento irá afetar a demanda das outras firmas (o que pode produzir uma queda de seus preços também), que terminarão enfrentando os mesmos riscos da primeira, reduzindo também sua produção e demanda por investimento. Ao mesmo tempo, a demanda por “capital humano” também é afetada, o que contribui para o aumento do desemprego. Estes são efeitos de *spillover* entre os mercados, que amplificam ainda mais a intensidade do ciclo.

1.2.4 – Mercado de Trabalho e Desemprego Involuntário

Para esta linha de Novos-Keynesianos, as causas do desemprego involuntário não mudam muito em relação à primeira linha aqui exposta, valendo portanto aqui as mesmas teorias apresentadas no item 1.1.2. De fato, Greenwald e Stiglitz (1993) afirmam:

“The basic empirical puzzle in the labor market is that unemployment levels change markedly, with little change in real wages (...).

New Keynesians offer an (...) interpretation. They have explored reasons why real wages are not likely to move. As a result, shifts in demand for labor can create a situation where people are willing to work at the going wage, but cannot find jobs; in other words, there is involuntary unemployment. Some of the possible explanations for the sticky real wages include efficiency wages, insider-outsider theory (...) and implicit contracts.” (p.33-34)

Assim, fica claro que as diferenças entre as duas linhas se concentram no que diz respeito à quebra da dicotomia clássica, e às teorias sobre investimento e ciclo econômico. Encerradas as apresentações das duas linhas teóricas novo-keynesianas, podemos passar à exposição da teoria pós-keynesiana, também no que diz respeito a investimento, ciclo econômico e desemprego.

CAPÍTULO 2 – OS PÓS-KEYNESIANOS⁸

“Os keynesianos ‘não reconstituídos’ – ou Pós-Keynesianos, como eu os chamaria – reconhecem que pode haver muitas falhas na superestrutura de Keynes e que os tempos deram origem a novos e diferentes problemas urgentes. Os Pós-Keynesianos podem não ter produzido todas as respostas, mas pelo menos reconheceram que Keynes criou um sistema teórico logicamente diferente, um sistema que reflete de modo correto as características do mundo econômico real, aquelas de Wall Street e da sala da diretoria das empresas, mais do que aquelas de Robinson Crusóe ou da feira medieval.”

– Paul Davidson

Uma vez apresentadas as duas linhas de teoria novo-keynesiana, deve-se prosseguir, para os fins propostos neste trabalho, com uma breve exposição da teoria pós-keynesiana. Tal exposição será baseada principalmente (mas não somente) nas contribuições teóricas de dois de seus expoentes: Paul Davidson e Hyman Minsky. Nos trabalhos destes autores ficam evidentes dois aspectos contidos na citação acima exposta – quais sejam, a preocupação com a construção de uma teoria que se aproxime mais da realidade econômica do que de uma abstração muito idealizada do mundo econômico, e a tentativa de resgatar, tão fielmente quanto possível, a essência da revolução que Keynes procurou fazer na teoria econômica.

Tal como colocam Lima e Sicsú (2003), os desenvolvimentos teóricos pós-keynesianos surgem da tentativa de se construir uma crítica consistente à macroeconomia dos “keynesianos reconstituídos” da síntese neoclássica. Com efeito, Davidson (2003:24) salienta que “*os keynesianos da síntese neoclássica desfiguraram o corpo teórico de Keynes, esvaziando-o até torná-lo um simples simulacro, como o gato de Alice no País das Maravilhas – um sorriso sem corpo*”. As sementes dos trabalhos de Davidson e de Minsky, em sua tentativa de resgatar os elementos centrais da teoria de John Maynard Keynes, encontram-se nas contribuições de autores que buscaram preservar as idéias originais de Keynes, como Richard Kahn, Joan Robinson e George Shackle. Entretanto, como denotado por Lima e Sicsú (*ibidem*), para se apresentar como uma alternativa ao *mainstream*, a teoria pós-keynesiana tem sido reforçada também por contribuições baseadas em Michal Kalecki, Joseph Schumpeter e Karl Marx.

⁸ Há uma querela interna na escola Pós-Keynesiana – referente a uma controvérsia relacionada com o conceito de moeda endógena e o papel dos bancos e da taxa de juros frente a modificações na demanda por moeda –, da qual decorre a existência de duas linhas teóricas, a dos “horizontalistas” e a dos “fundamentalistas”. Como a análise da crise asiática feita pelos pós-keynesianos aqui considerada é de autoria de um “fundamentalista” (Jan Kregel), uma breve exposição da teoria “horizontalista” foge aos objetivos desta monografia, e portanto não será feita. Desta forma, sempre que aqui se fizer referência aos Pós-Keynesianos, esta será direcionada, de forma mais específica, aos “fundamentalistas”.

Nos primeiros itens deste capítulo serão exploradas as conseqüências teóricas do abandono, em favor de uma teoria mais geral, dos principais axiomas da teoria clássica que Keynes, segundo a leitura de Davidson (1999, 2003), rejeitou, a saber: (i) o axioma da substituição bruta⁹, (ii) o axioma dos reais¹⁰ (ou da neutralidade da moeda) e (iii) o axioma da ergodicidade¹¹ da economia.

Davidson (2003) defende que o abandono de tais axiomas é fundamental para a construção de uma teoria na qual: (a) a moeda importa tanto no curto como no longo prazos, afetando variáveis reais; (b) a economia se move de um passado irrevogável para um futuro incerto, ou seja, o futuro não é necessariamente previsível em qualquer sentido probabilístico; (c) os contratos expressos em termos monetários são uma instituição econômica que tem por objetivo propiciar algum tipo de mitigação da incerteza para os agentes nos processos de produção e trocas, que possuem uma dimensão temporal num contexto incerto; e (d) o desemprego é um estado normal de uma economia monetária.

É interessante observar, em face à discussão do capítulo anterior, que neste construto teórico “*mudanças nos preços relativos, via mecanismos de preços flexíveis, não serão a panacéia (...) para os desastrosos males que se verificam no mundo real*” (Davidson, 2003:16-17), ou seja, a flexibilidade de preços e salários não é condição nem suficiente nem necessária para se alcançar o pleno emprego.

O item 2.4 será destinado a uma breve exposição das contribuições de Hyman Minsky, no que diz respeito às suas teorias de precificação de ativos, investimento e flutuações econômicas, associadas à sua famosa hipótese de instabilidade financeira. Permeando sua teoria, está a visão de uma “*economia de Wall Street*”, uma “*capital-using capitalist economy with complex, sophisticated, and ever-evolving financial institutions and usages*” (Minsky, 1992:158). A visão de Minsky fornece um instrumental teórico capaz de explicar e relacionar entre si crises financeiras e crises econômicas, assim como diretrizes para tornar ambas menos freqüentes e intensas.

Por fim, o quinto e último item será dedicado a uma curta exposição sobre as particularidades da teoria pós-keynesiana sobre o desemprego, tido como um fenômeno involuntário,

⁹ Este axioma está relacionado à “*suposição de que um bem qualquer pode ser substituído por outro*” (Davidson, 2003:14). Destarte, “*se a demanda pelo bem x aumenta, seu preço se elevará, induzindo a demanda a se deslocar para o bem substituto y, agora relativamente mais barato*” (Idem, ibidem, p.14).

¹⁰ De forma simples e clara, pode-se afirmar que “*o axioma dos reais implica que a moeda é um véu, de forma que todas as decisões são tomadas com base exclusivamente nos fenômenos reais e nos preços relativos*” (Davidson, 2003:19).

¹¹ Pode-se explicar ergodicidade da seguinte forma: “[*iff, and only if, the process is ergodic, then space or time statistics calculated from past or current market data are reliable estimates of the immutable objective probability distributions that govern any future outcome at any specific future date. Consequently, past data can be treated as if they were a sample drawn from the future*” (Davidson, 1996:481).

macroeconômico, comum e possível de se prolongar indefinidamente ao longo do tempo numa economia capitalista.

2.1 – INCERTEZA

Davidson (1999, 2003) reconhece a noção de incerteza como um elemento-chave para a teoria pós-keynesiana. Tratar-se-ia de uma herança direta do pensamento de Keynes, que defendeu que o futuro econômico é incerto, não sendo passível de conhecimento com antecedência ou de previsão estatística com base em sinais de mercado passados e correntes. A incerteza seria essencial para compreender o tipo de comportamento defensivo que os agentes adotarão numa economia empresarial.

Cabe aqui, portanto, indagar qual a natureza do conceito de Keynes sobre incerteza. Carvalho (1988) resgata o percurso teórico de Keynes ao longo de suas obras, até o ponto no qual este conceito encontra-se em sua forma mais completa. O processo de tomada de decisão por parte de um agente econômico afigura-se, para Keynes, como um objeto de estudo extremamente relevante, e a incerteza está intimamente ligada com a natureza das condições que envolvem a tomada de decisão numa economia capitalista, especialmente no que diz respeito à formação de uma crença (“*belief*”) que dê embasamento a uma decisão. Daí a importância deste tema, que ajuda a explicar o tipo de decisões que os agentes adotam em distintas circunstâncias.

De acordo com Carvalho, Keynes, nos seus estudos sobre probabilidade (prévios aos seus mais conhecidos desenvolvimentos na área da economia), considera uma decisão racional como sendo uma conseqüência lógica construída sobre premissas dadas. No entanto, é necessário atribuir uma probabilidade entre premissas e desdobramentos quando apenas a lógica não é suficiente para se obter uma relação certa ou impossível. Lawson (1988) salienta que na teoria da probabilidade de Keynes¹², uma conclusão *a* é relacionada a um dado conjunto de premissas *h* (que se referem à evidência), através de uma relação de probabilidade denotada *a/h*. Um conceito que é associado a este, na perspectiva de Keynes, é o de peso dos argumentos. Este diz respeito a novas evidências que

¹² É interessante observar que, tal como ressaltam Carvalho (1988), Dequech (1999) e Lawson (1988), Keynes considera a probabilidade uma propriedade do conhecimento humano, e não uma propriedade do mundo real. Ou seja, o mundo real seria determinístico, pelo menos num ponto menos maduro do pensamento de Keynes – autor que, tal como ressalva Carvalho (*ibidem*), tenderá a considerar a realidade social de forma diferente, com o passar do tempo. Assim, na visão de Keynes, não se *descobre* uma relação probabilística, apenas se *associa* uma probabilidade a uma dada relação entre duas premissas. Como salienta Carvalho, Keynes aborda a probabilidade como parte do processo de aprendizado: “*the larger the body of knowledge gathered as premises, the more complete and certain the conclusions obtained by argument can be*” (*idem, ibidem*, p. 72).

não negam outras relações lógicas entre duas proposições e nem acrescentam outra nova relação (ou seja, não modificam certa relação probabilística), apenas corroborando ou repetindo um argumento já conhecido (Carvalho, 1988, p. 73). Assim, o peso está diretamente relacionado ao “grau de crença” que um argumento pode ter.

Carvalho (*ibidem*) ressalta que se, com base em premissas dadas, uma conclusão racional é produto de um encadeamento lógico que apenas revela o que está, de alguma forma, contido nas próprias premissas, a incompletude destas premissas se constitui num problema que a lógica por si só não é capaz de superar. É neste ponto que Keynes começa a desenvolver um conceito de incerteza peculiar e a explorar seus desdobramentos teóricos.

A incerteza também está associada ao conceito de peso de um argumento, dado que este decorre da incompletude de um conjunto de premissas observáveis. No entanto é possível, por “incerteza”, referir-se a mais do que isso. Carvalho (1988) e Dequech (1999) destacam que na visão de Keynes, a incerteza está associada tanto ao baixo peso de uma proposição (quando algumas premissas são desconhecidas no momento de tomada da decisão) como a casos nos quais é impossível associar a esta probabilidades numéricas.

Em ambos os casos, como as premissas que são produto do “conhecimento direto” da realidade não são completas, “*then the decision maker has to fill the voids, has to ‘create’ the additional premises which may be needed in order to apply logical methods to them*” (Carvalho, 1988:74). Destarte, o mesmo “conhecimento direto” pode gerar diversos resultados, dependendo de quais premissas adicionais sejam “criadas” para completar o conjunto de informações necessárias para se derivar uma proposição. Aqui se abre espaço, dentro da ótica de Keynes, para a manifestação da “lógica humana”, que nestas circunstâncias não é anulada pela “lógica formal¹³” (*Idem, ibidem*).

Davidson (1999, 2003) defende que a transposição da noção de Keynes sobre incerteza para uma terminologia atual nos leva a associá-la à não-ergodicidade¹⁴ dos processos econômicos.

¹³ Carvalho (1988) explicita a diferença, na visão de Keynes, entre a “lógica humana” (“hábitos mentais” que também são um “tipo de lógica”) e a “lógica formal”, que estaria vinculada apenas às normas do raciocínio consistente.

¹⁴ Lawson (1988) nota que, de um ponto de vista estrito, Davidson tem uma visão sobre a probabilidade distinta daquela de Keynes, na medida em que a considera uma característica do mundo, e não somente do conhecimento que o ser humano constrói sobre o mesmo. O próprio Lawson pondera, todavia, que a posição de Keynes não é tão distante daquela de quem tem uma visão não-epistêmica da probabilidade, quanto se poderia presumir. Lawson sustenta que, na verdade, a visão de Keynes pode ser considerada como próxima à posição de que “*probabilistic knowledge, as with all knowledge, corresponds to reality in some way*”, dado que “*knowledge interacts with material reality through a process of theory and experiment (...) and can be viewed as corresponding to this reality in some way to some extent*” (Lawson, 1988:61). Dequech (1999), por outro lado, defende que “*a não-ergodicidade refere-se a uma caracterização ontológica da natureza da realidade e é compatível com diferentes concepções de probabilidade [inclusive a epistêmica]*” (p. 93). Logo em seguida, este autor conclui que “*a não-ergodicidade concerne (...) ao lado ontológico da definição de incerteza, [dnde decorre também que e]ssa caracterização da realidade tem implicações sobre o tipo de conhecimento que as pessoas podem ou não ter da realidade e, por isso, é relacionada também à epistemologia*” (p. 93).

Segundo ele, “em um mundo com importantes circunstâncias não-ergódicas (...) a liquidez importa, a moeda nunca é neutra e nem a lei de Say, nem a lei de Walras são relevantes” (Davidson, 2003:23). Ou seja, para este autor o abandono do axioma clássico da ergodicidade do mundo econômico ocupa um lugar central na explicação de problemas considerados essenciais para uma teoria pós-keynesiana.

A história e as “decisões cruciais”¹⁵ são elementos constituintes de uma realidade não-ergódica, tal como a entende Davidson (1996). O passado não é revogável, e o futuro é transmutável tanto pela ação de indivíduos como pela ação de grupos e instituições – sendo, destarte, imprevisível. Com efeito, o futuro é construído por “decisões cruciais” – o que não significa, em absoluto, que os resultados de tais decisões sejam exatamente os pretendidos. Nas palavras do autor:

“Keynes developed a logically consistent alternative model of an entrepreneurial economy where decision makers recognize that the external reality in which they operate is in some, but not necessarily all, economic dimensions not only uncertain but also transmutable or creative. Keynes' uncertain future involves a creative economic reality in the sense that the future can be permanently changed in nature and substance by actions of individuals, groups (e. g., unions, cartels), and/or governments, often in ways not completely foreseeable by the creators of change”. (Davidson, 1996, p. 482, grifos do autor).

De forma compatível com Davidson, Dequech (1999) afirma que as principais fontes de incerteza (embora não únicas), são as mudanças históricas, tanto decorrentes de inovações, como de fatores político-culturais. Este autor ressalta a clara referência a Schumpeter no primeiro caso. A idéia de “destruição criadora” está diretamente relacionada à visão do futuro como produto da “criatividade humana”, especialmente se se considera que no capitalismo a concorrência estimula a inovação como busca do lucro extraordinário. Quanto às mudanças históricas de natureza político-cultural, pode-se afirmar que “elas têm um impacto significativo sobre as preferências, as relações de trabalho, o poder de barganha dos trabalhadores, as decisões do governo, etc.” (Dequech, *ibidem*, p. 104).

¹⁵ Davidson e outros Pós-Keynesianos utilizam este conceito de George Shackle. Pode ser definido como “a situation where a decision is made that changes forever the economic environment so that the identical decision conditions is ‘never to be repeated’” (Davidson, 1996, p.498).

Carvalho (1988) envereda por uma via similar. A insuficiência das premissas, segundo este autor, emerge das características objetivas dos processos sociais, enquanto que a consideração das inovações como possibilidade teórica desbanca a hipótese da ergodicidade dos referidos processos. O fato da economia real se deslocar ao longo do tempo histórico aumenta radicalmente a complexidade dos processos, uma vez que a cada passo um tomador de decisão tem que formar expectativas sobre o comportamento de outros agentes (sendo que estes, de forma análoga, também tratarão de antecipar as ações do primeiro), completando “lacunas” (“voids”) de premissas, que serão pressupostos para passos seguintes, de tal forma que a cada passo aumenta o número de resultados possíveis. Dequech (1999:104), todavia, salienta que a interdependência não é, *per se*, uma fonte de incerteza; ela somente cria incerteza quando é orgânica (no sentido de que o todo é mais do que a soma das partes), e associada à possibilidade de comportamento individual criativo.

Cabe aqui uma questão: as situações só podem ser consideradas como certas ou incertas, ou há a possibilidade de haver uma certa graduação da incerteza? A resposta a isto não é isenta de controvérsias dentro da escola pós-keynesiana. Muito longe da pretensão de se fazer uma discussão extensa sobre este tema, serão apresentadas, a seguir, algumas considerações a este respeito, com o objetivo específico de se abordar visões sobre a questão que de alguma forma estão ligadas à perspectiva de alguns autores que serão abordados no capítulo 3.

Dequech (1999) conjectura, acerca de Davidson, que é difícil afirmar com clareza se sua posição é favorável ou contrária à graduabilidade da incerteza, e em qual sentido isto se daria. Salienta que Runde (1993) faz uma crítica a uma alegada adoção, por parte de Davidson, de duas posturas incompatíveis em relação a esta graduabilidade:

“De um lado, segundo Runde, o Davidson ‘oficial’ estabelece uma dicotomia epistemológica entre conhecimento e incerteza (a ausência de conhecimento), e uma dicotomia correspondente entre ergodicidade e não-ergodicidade. (...) De outro lado, continua Runde, o Davidson ‘não-oficial’ usa a noção de expectativas razoáveis (sensible expectations), que são baseadas na existência de instituições sociais, para descrever como os agentes dão conta de lidar com a incerteza. (...) Assim sendo, Runde conclui, a noção de expectativas razoáveis de Davidson rompe com a dicotomia conhecimento-incerteza e conta, de maneira implícita, com uma terceira categoria”. (Dequech, 1999:100).

Sem procurar discutir sobre a procedência ou não desta crítica a Davidson (e sobre qual é a posição deste autor) , Dequech (*ibidem*) se coloca em posição favorável à graduabilidade da incerteza – desde que em termos ordinais, e não cardinais. O autor faz menção a tal distinção para dialogar com aqueles que, defendendo uma graduabilidade da incerteza a partir do conceito de peso de um argumento, aparentemente pensam numa medida cardinal. Subjacente a isto está uma discussão complexa – que extrapola os limites deste trabalho –, que está relacionada ao fato dos agentes, sob incerteza, terem ou não condições de saber o quanto não sabem sobre a realidade, ou se sabem ou não de sua ignorância. O importante a ser salientado aqui é que, para Dequech (em certa harmonia com a posição de Davidson) a existência de instituições (tais como os contratos) é capaz de reduzir a incerteza. Ademais, outro fator onde se poderia encontrar uma fonte de redução de incertezas, numa linha de pensamento institucionalista, seriam as convenções e práticas sociais.

Numa linha de raciocínio um pouco diferente, outros autores como Carvalho (1988) ressaltam a diferença entre expectativas de longo termo (associadas às decisões de investir) e as de curto termo (associadas às decisões de produzir), sendo as de longo mais sujeitas à incerteza. Diz Carvalho:

“Markets tend to be continuous for short periods so similar experiments can be realized and generalizations drawn. The missing premises in the case of production decisions are not, under normal conditions, impossible to visualize with some assurance. For investment decisions, human logic dominates formal logic and induction is impossible. For production decisions, the premises are safer, formal logic can dominate expectations formation, and the possibility of induction is preserved”. (Carvalho, 1988:79).

Vê-se, portanto, que há diversas nuances entre os autores pós-keynesianos, no tocante à incerteza. Estas serão perceptíveis na discussão empreendida no capítulo 3. Ainda para preparar terreno para tal capítulo, é importante aqui fazer referência à distinção feita, por parte de muitos autores pós-keynesianos, entre *risco probabilístico* e *incerteza*. Dymski (1993) expõe tal distinção da forma mais tradicional, deixando algum espaço apenas para um risco sistêmico imprevisível:

“‘Risk’ arises when: (a) stochastic behavior is governed by stable probability distributions; (b) agents have access to knowledge about this distribution; (c) the distribution is independent of any agent’s actions; and (d) risks for individual agents can

be eliminated in the economy as a whole via either aggregation across agents or repeated draws through time. By contrast, Keynesian uncertainty means that: (a) stochastic variation is not governed by stable probability distributions; (b) agents lack costless information providing insight into the 'true' state of affairs in the economy; (c) agents cannot always determine the extent to which their own actions are responsible for the outcomes they experience; (d) it is impossible to preclude the possibility of systemic risk, because the economy has no parameters". (Dymski, 1993, p.49-50).

Carvalho (1988) salienta que, a partir da perspectiva de Keynes, incerteza e probabilidade são conceitos complementares mas diferentes, *"the former relating to the choice of premises, the latter to the logical development of them, (...) [and t]hat is why 'very uncertain' is not 'very improbable'"* (p. 77). Davidson, por sua vez, é mais enfático ao afirmar que *"[p]robabilistic risk may characterize routine, repeatable economic decisions where it is reasonable to presume an immutable (ergodic) reality"* (Davidson, 1996, p.493), donde sua forte incompatibilidade com um contexto não-ergódico.

No entanto, também há entre os pós-keynesianos diversos matizes para este assunto. Mais uma vez, isto ficará perceptível na discussão do capítulo 3. A questão é que nem sempre os autores pós-keynesianos negam que os agentes procurem construir estimativas probabilísticas – mesmo quando isto não está associado à ausência de conflitos entre expectativas *ex-ante* e realizações *ex-post*. Por exemplo, Dow (1996) trata de um lugar específico onde isto ocorreria – o mercado de crédito:

"Generally the complete absence of reason associated with precautionary demand [of money] in times of absolute uncertainty is unlikely to have significant application to banks. The procedures of risk assessment internal to banks require loan officers to form an assessment of a loan application. Even in the loan officer 'simply don't know', some formal rationale must be expressed (if only for internal bank purposes) for the decision. There is in other words a requirement to ignore ignorance and express some (albeit qualitative) judgement as to risk. Even more so, credit rating agencies are required to make quantitative risk assessments of potential borrowers. This means that estimates of risk are being expressed and quantified regardless of degree of uncertainty." (Dow, 1996:45).

Como a autora ressalta, isto não é incompatível com uma teoria centrada no problema da incerteza. Ademais, tratar-se-ia de uma visão plenamente compatível com a teoria de Hyman Minsky (que será tratada de forma mais extensa no item 2.4), em especial no que diz respeito ao comportamento dos agentes ao longo do ciclo econômico, quando uma mudança nas expectativas dos agentes pode transformar de forma súbita e imprevista as condições de disponibilidade do crédito numa economia. As “estimativas” feitas pelos agentes neste caso dizem respeito tanto à probabilidade de *default*, como às próprias “estimativas” de tal probabilidade, onde também há espaço para os “*animal spirits*”. Nas palavras de Dow:

“Still degree of uncertainty has a significant role to play in credit creation. In particular there is scope for changing degrees of uncertainty to be expressed as changing estimates of risk.

As Minsky (...) has shown, changing perceptions of borrowers' and lenders' risk shift the credit demand and supply curves, altering interest charges and the volume of credit. Changes may occur because new evidence arises which suggests that risk has actually changed, or because this evidence changes the degree of confidence with which the assessment is viewed. In other words, risk assessment under uncertainty is of two orders: estimate of probability of default (i.e. default risk) and estimate of confidence attached to the risk estimate (based on the weight evidence). But it is important how far risk assessors recognize the scope of weight. Non-rationality enters in the (usually subconscious) decision as to how far recognize low weight, or uncertainty”. (Dow, 1996:46-47).

Fica claro, portanto, que nem sempre há uma contraposição entre incerteza e risco – desde que este último, naturalmente, seja diferenciado da noção ortodoxa de risco: é, diferentemente, produto de uma decisão de “ignorar a ignorância”, nos termos de Dow, e de procurar tratar julgamentos de natureza mais qualitativa como sendo estimativas de risco.

Até aqui, foi feita uma exposição relativamente extensa sobre incerteza, cujo objetivo norteador foi abordar alguns pontos que aparecem no debate teórico (exposto no capítulo 3) sobre a compatibilidade ou incompatibilidade entre as teorias Pós e Novo-Keynesiana, uma vez que nos termos de tal debate a incerteza ocupa um papel fundamental. Cabe agora passar a uma exposição

sobre o papel da moeda numa economia empresarial, ainda de acordo com uma abordagem associada às contribuições teóricas de Paul Davidson.

2.2 – MOEDA

Paul Davidson (1990) retoma a proposta de Keynes de construir uma teoria para uma economia *monetária*, onde a moeda tenha um papel muito diferente do de “véu” que lhe é outorgado pela teoria clássica; uma teoria onde a moeda “afeta motivos e decisões”, sendo um fenômeno real, em contraposição à idéia clássica de dicotomia entre variáveis monetárias e reais.

O autor assevera que “[i]n the real world, money is among the most ancient of man’s institutions” (Davidson, *ibidem*, p.125). O autor chama a atenção para a importância da moeda numa economia empresarial e monetária, dada sua capacidade de proporcionar algum grau de coordenação entre os agentes econômicos, cujas decisões são descentralizadas, sujeitas à irreversibilidade do tempo histórico e à incerteza. A moeda, como será visto a seguir, é uma instituição social cujas funções dependem sobremaneira da confiança que a sociedade como um todo deposita nela – confiança que tem como fundamento a soberania de um Estado capaz de garanti-la, e a uma certa estabilidade de seu poder de compra.

Este autor frisa, seguindo a abordagem de Keynes, que a importância da moeda está diretamente associada à sua relação com os contratos firmados na sociedade, a partir de sua função de *moeda de conta* (Davidson, *ibidem*, p.121). A moeda de conta é a unidade na qual os contratos são denominados, cuja entrega liquida obrigações contratuais. É importante considerar que por estar associada a contratos, a moeda na economia não “surge como maná do paraíso” ou “cai de helicóptero na economia” – ela se materializa em conjunto com os contratos firmados.

Numa sociedade onde a produção se tornou fortemente baseada na interdependência, dado que a produção leva tempo para se concretizar, a existência de contratos permite que os agentes dividam o “fardo” (“*burden*”) da incerteza quanto ao futuro – particularmente quando há recursos a serem comprometidos na produção de um fluxo de bens que estará disponível no futuro. Estes contratos são contratos futuros (inclusive contratos de trabalho), feitos tendo em conta expectativas de preços de mercado (“*spot*”) que vigorarão no futuro. Tais expectativas, segundo Davidson, são baseadas numa certa idéia de que os preços de oferta (“*flow-supply prices*”) terão uma certa “viscosidade” (“*stickiness*”), mantendo-se relativamente estáveis ao longo do tempo, em comparação com deslocamentos temporários de preços de mercado correntes (“*spot*”).

Na abordagem deste autor, em condições ideais¹⁶ os agentes – tanto aqueles cujo objetivo é preservar sua riqueza até um momento futuro indefinido, como aqueles cujo objetivo é absorver um fluxo de bens reproduzíveis num futuro próximo – aceitarão a moeda dos contratos em função de sua *confiança* na preservação de seu poder de compra, independente de variações momentâneas nos preços dos mercados correntes (“*spot*”). Esta confiança no poder de compra da moeda é uma primeira condição para a aceitação de um padrão monetário. Uma segunda condição é que o Estado garanta o padrão monetário, através da capacidade de *impor* o cumprimento dos referidos contratos (Davidson, *ibidem*, pp. 122-123).

Davidson (*ibidem*, pp. 122-123) salienta que é justamente por sua aceitação ampla pela sociedade que a moeda pode se tornar um *meio de troca*, assim como uma certa garantia de seu poder de compra no futuro pode torná-la uma *reserva de valor*. A existência da moeda, em comparação a uma hipotética sociedade de escambo, permite que os custos de transação desses contratos sejam fortemente diminuídos. Mais do que isto, a moeda, por exercer suas funções de unidade de conta, meio de troca e reserva de valor, é essencial para o desenvolvimento de uma sociedade capitalista.

Cabe também fazer uma menção à moeda bancária, que é tratada por Davidson (*ibidem*) como sendo “*simply evidence of a private debt contract*” (p. 123). Tratar-se-ia da percepção de que algumas formas de dívidas privadas (“*private debts*”) podem ser usadas como forma de liquidação de contratos, com ganhos de eficiência para o sistema monetário. O autor salienta que para que estas dívidas privadas possam ser usadas como meio de troca é preciso que sejam denominadas em unidades monetárias, que seja criada uma instituição de compensação das mesmas, e é necessária a segurança de que dívidas não compensadas possam ser transformadas em meio de troca não-bancário. A existência de instituições que possam garantir a compensação destas dívidas e impedir o mau uso desse mecanismo de dívidas privadas garante que a moeda bancária se torne o principal meio de troca em grande parte das transações da economia.

A existência do referido sistema de compensação que torna dívidas capazes de liquidar obrigações contratuais permite que aqueles que têm a intenção de gastar mais do que possuem no presente possam ter uma resposta à sua procura por recursos monetários (Davidson, *ibidem*, p. 126). Davidson ressalva, por outro lado, que os mecanismos de criação deste meio de troca bancário não necessariamente garantem que seu uso necessariamente irá gerar empregos. De forma correlata a isto, tal sistema tampouco garante que aqueles que decidem não gastar em bens e serviços todos os

¹⁶ A utilização do adjetivo “ideais” não foi baseada na exposição de Davidson (1990). Quem salienta este aspecto é Carvalho (1989:187-88), outro autor consultado acerca do mesmo tema.

recursos monetários que possuem no presente, encontrem-se no futuro em condições de comandar no mercado o mesmo tanto não consumido, assim como não garante que os mesmos obtenham uma participação no incremento de riqueza real que sua abstinência pode permitir. Estas questões estão relacionadas com a discussão a ser feita no item 2.3.

Aquilo que venha a se converter em moeda numa economia monetária deve ter, segundo o autor, duas propriedades essenciais: elasticidade de produção zero (ou desprezível) e elasticidade de substituição zero (ou desprezível) (Davidson, 1990, 1999, 2003). O primeiro atributo decorre do fato da moeda não ser produzível pelo setor privado através da contratação de trabalho, ao passo que o segundo decorre do fato de não haver substituição bruta entre a moeda e quaisquer outros ativos produzíveis. O fato da moeda possuir elevada liquidez, por sua vez, está associado a estas duas elasticidades. A liquidez e a não-produzibilidade da moeda (e de outros ativos líquidos) tem um resultado fundamental para as teorias keynesiana e pós-keynesiana: os agentes revelarão, *mesmo no longo prazo*, preferência por manter riqueza na forma de moeda (e outros ativos líquidos), como forma de responder à incerteza tratada no item 2.1. Tal como diz Davidson:

“Se a não-produzibilidade é uma característica essencial de qualquer coisa que possua liquidez em um meio não-ergódico, ao passo que os produtos da indústria nunca possuem um prêmio de liquidez que exceda seus custos de manutenção (‘carrying costs’), então a manutenção de ativos líquidos pode propiciar uma garantia para um futuro imprevisível. Os ativos líquidos são úteis contra a incerteza de um modo que os produzíveis não podem ser”. (Davidson, 1999:55, grifo do autor).

É preciso frisar a importância do abandono do axioma da substituição bruta entre ativos não produzíveis (líquidos) e ativos produzíveis. Caso *fossem* substituíveis, um aumento de demanda dos ativos não produzíveis, donde decorreria um aumento de seu preço relativo, faria com que a demanda se deslocasse para outros ativos, produzíveis. O fato desta substituição não ser possível tem conseqüências importantes, que serão exploradas no próximo item.

2.3 – O PRINCÍPIO DA DEMANDA EFETIVA E O DESEMPREGO

Davidson (1999, 2003) e Sicsú (1999) relembram que Keynes se propôs construir uma nova teoria do emprego e da renda, em comparação com a teoria econômica clássica. Davidson ressalta que no que diz respeito à curva de oferta da economia, Keynes – supondo concorrência perfeita –

não propôs reparos, ao expor o princípio da demanda efetiva. Para Keynes, as inovações que sua teoria traria diziam respeito justamente à demanda agregada, e não a imperfeições nas condições de oferta. É salientado, portanto, em Davidson (1999), que na teoria de Keynes o caso clássico é visto como um caso específico, onde vigora a “lei de Say”, e os determinantes da oferta são os mesmos da demanda – ou seja, “*toda a despesa (demanda agregada) nos produtos da indústria é sempre exatamente igual aos custos totais de produção agregada (oferta agregada), incluindo os lucros brutos*” (Davidson, 1999:51). Para demonstrar isto, consideremos D_w como sendo a demanda agregada e Z_w a oferta agregada (ambas deflacionadas pela taxa de salários). Assim,

$$(1) Z_w = f_z(N)$$

Keynes, contrapondo-se à teoria clássica, propõe que numa teoria geral um modelo que representasse a economia *não* deveria ter funções de oferta e demanda agregadas necessariamente coincidentes. Esta teoria geral teria um ponto de equilíbrio único, em que a curva de oferta agregada seria interceptada em um único ponto pela curva de demanda agregada, no ponto de demanda efetiva. Davidson (1999) salienta que para construir sua teoria, Keynes reconheceu a necessidade de desenvolver uma expansão taxonômica do sistema de classificação da demanda na economia clássica. Assim, Keynes dividiu as despesas de demanda (medidas em unidades de salário) em dois tipos:

$$(2) D_w = D_{w1} + D_{w2}$$

Aqui, D_{w1} representa as despesas que dependem do nível de renda agregada corrente, ou seja, do nível de emprego:

$$(3) D_{w1} = f_1(N)$$

Por sua vez, D_{w2} diz respeito às despesas *não* relacionadas ao emprego e à renda corrente:

$$(4) D_{w2} \neq f(N)$$

O caso clássico da Lei de Say implica que, através da inclusão de axiomas adicionais, a função de demanda agregada se tornaria, como já afirmado, coincidente com a função de oferta agregada. Isto é, o caso especial implicaria que (para todos os valores de N):

$$(5) D_{w2} = 0$$

De tal forma que, tal como mostrado no gráfico (a) da figura 2.1, para qualquer nível de emprego, a curva de oferta e demanda agregada coincidiriam:

$$(6) D_{w1} = f_1(N) = f_z(N) = Z$$

Por outro lado, demanda e a oferta agregadas poderiam ser iguais para todos os níveis de emprego (N) caso as poupanças “planejadas” fossem iguais à demanda D_{w2} . Poupanças planejadas são da seguinte forma definidas:

$$(7) S_p = f_z(N) - D_{w1}$$

Assim, este caso implicaria que:

$$(8) D_w = D_{w1} + D_{w2} = D_{w1} + F_z(N) - D_{w1} = f_z(N)$$

Os Pós-Keynesianos, procurando consistência com a teoria de Keynes, fazem uso de uma teoria onde (7) não corresponde ao caso geral da economia. Davidson (1999) salienta que “[e]m um mundo incerto (não-ergódico), os lucros futuros, a base para gastos correntes D_{w2} com investimento, não podem, nem ser previstos de forma confiável a partir das informações de mercado existentes, nem ser determinados endogenamente através da função de poupanças ‘planejadas’ de hoje (...)” (p. 53). Como as despesas com investimentos dependem de expectativas exógenas (decorrentes do axioma da não-ergodicidade e do axioma da influência da moeda em variáveis reais, tal qual foram apresentados nos itens 2.1 e 2.2), não se pode afirmar que necessariamente D_{w2} estará relacionado à renda corrente e ao emprego, tanto no curto como no longo prazos. Esta situação está descrita na figura 2.1, onde o gráfico (b) representa a situação keynesiana. Ao passo que E indica o ponto de demanda efetiva, correspondente a um nível de emprego N_1 , no nível de pleno emprego

(Nf) haveria uma insuficiência de demanda efetiva igual à distância vertical JK. Acima do ponto de demanda efetiva, não se espera que todo o volume de produção possa ser vendido lucrativamente.

Como salienta Davidson (1990), a visão da moeda como fenômeno que influencia variáveis reais é fundamental para o princípio da demanda efetiva. Isto porque “[i]f abstinence exceeds the desire of other units to spend in excess of their income, and if savings can be stored in a form which does not require resource utilization, i.e. the item which is utilized as a store of value has a zero elasticity of productivity, then the potential services of some real resources will be wasted as their offer contracts are not accepted” (Davidson, *ibidem*, p. 126). A procura dos detentores de riqueza por liquidez irá fazer com que, neste contexto, uma certa quantidade de recursos monetários seja deslocada para a “circulação financeira”.

De forma análoga, a criação de moeda bancária, se utilizada imediatamente para a manutenção, em carteira, de ativos com elasticidade de produção zero, tampouco poderá aumentar a utilização de recursos (inclusive trabalho) numa economia. Isto só ocorreria se, por algum motivo, em rodadas subseqüentes, o dinheiro fosse transferido da “circulação financeira” para a “circulação industrial”, através de gastos relativos a contratos associados com ativos ilíquidos, decorrentes de avaliações otimistas dos detentores de riqueza com relação aos ganhos monetários que esperam obter a cada nova unidade monetária investida na produção.

Por fim, cabe fazer referência à explicação do desemprego em Keynes e nos Pós-Keynesianos. Tal como ressalta Ferreira (2003), nestas teorias, diferentemente das teorias ortodoxas, o desemprego é um fenômeno *essencialmente macroeconômico* – ou seja, “o mercado de trabalho (...) não tem a prerrogativa de ser o locus de determinação do nível de emprego” (Ferreira, *ibidem*, p.106). Nesta teoria, os detentores de riqueza que investem na produção empregarão a quantidade de trabalho exata condizente com o ponto de demanda efetiva. Sicsú (1999) e Ferreira (2003) ressaltam que, uma vez que é aceito o primeiro postulado clássico (de que o salário real é igual à produtividade marginal do trabalho – com retornos marginais decrescentes – e do qual decorre a curva de demanda por trabalho), o mercado de trabalho em Keynes determina apenas o nível máximo de emprego e o salário real correspondente ao nível do emprego (que é determinado no mercado de bens).

Ferreira (2003) afirma que “a curva de demanda por trabalho (...) é uma curva derivada, que expressa as condições de maximização de lucros, (...) [em cada] nível de produto determinado em outro mercado, o de produto (...), [ao passo que] a curva de oferta de trabalho (...) é apenas nocional, servindo apenas para determinar o nível mínimo de salário real e o nível máximo do emprego” (p. 108). Sicsú (1999), no mesmo sentido, destaca que a função de oferta de trabalho pode ser representada por uma área (e não por uma curva), onde se encontram o nível mínimo de salário

real aceitável e os limites “físicos” da oferta de trabalho. Decorre disto que o nível de emprego é indeterminado no próprio mercado de trabalho. Por outro lado, nesta construção teórica tampouco há motivos para afirmar que o nível de emprego será aquele onde a desutilidade marginal do trabalho iguale, para o trabalhador, o salário real, tal como ocorre na teoria clássica.

No que diz respeito aos efeitos supostamente benéficos de uma hipotética flexibilidade dos salários (visão comum em boa parte da teoria ortodoxa), tal como ressalta Ferreira (2003), ao passo que Keynes ressaltou que quedas no salário nominal têm efeitos ambíguos sobre a demanda agregada, Davidson ressaltou a importância da existência de certa estabilidade dos salários nominais para uma economia monetária assentada em contratos que de alguma forma mitigam a incerteza econômica.

2.4 – PRECIFICAÇÃO DE ATIVOS E HIPÓTESE DE INSTABILIDADE FINANCEIRA

Para finalizar a exposição sobre os Pós-Keynesianos, é importante apresentar sucintamente as contribuições teóricas, também baseadas em Keynes, de Hyman Minsky. Minsky (1992) expõe de forma geral sua construção teórica, que permite relacionar mercados financeiros, preços de ativos e investimento, numa teoria desenvolvida para explicar uma “*capital-using capitalist economy with complex, sophisticated, and ever-evolving financial institutions and usages*” (p. 158).

A exposição a ser feita aqui será baseada na supracitada bibliografia de Minsky e seguirá a ordem da mesma, apresentando primeiramente a teoria sobre a precificação de ativos, seguida das categorias de classificação dos investidores no que tange suas estruturas de financiamento (ou seja, sua capacidade de cumprir obrigações com entradas decorrentes de suas atividades normais) e culminando com a relação entre crises econômicas e financeiras – todos elementos relacionados com a “hipótese de instabilidade financeira”.

Minsky, em primeiro lugar, salienta que Keynes percebeu a existência de dois tipos (“*levels*”) de preços na economia, os preços de oferta e de demanda por investimento. O primeiro preço (de oferta) pode ser visto como sendo composto pelo custo de salários mais um determinado *mark-up*, ao passo que o segundo (preço de demanda) pode ser visto como capitalização de expectativas de fluxos de caixa futuros, “*future gross profits in an uncertain world*” (p.159).

Com base nisto, o autor avalia que o investimento produtivo (e que gera empregos) só ocorrerá quando um conjunto suficientemente grande de ativos de capital tiver um preço de demanda que exceda o preço de oferta pelo qual pode ser produzido, por uma margem tal que permita um nível satisfatório de lucros esperados aos detentores dos ativos. Neste contexto, os mecanismos

financeiros influenciarão (a) os preços dos ativos de capital, (b) os custos de produção dos ativos de capital (influenciando portanto o preço de oferta dos mesmos), e (c) o grau de alavancagem dos investidores.

Ainda com base em Keynes, Minsky sustenta que cada ativo propicia um fluxo de caixa positivo esperado (embora incerto) q , onera o detentor do ativo com um custo de carregamento c ¹⁷ e propicia um prêmio de liquidez l – que é variável, de acordo com as circunstâncias econômicas objetivas (inclusive mudanças institucionais) e as expectativas do detentor do ativo. Tal como exposto em (9)¹⁸:

$$(9) P = q - c + l$$

Há um par de observações importantes a fazer com relação ao preço dos ativos e às decisões de investimento. Em primeiro lugar, a moeda é considerada um ativo, que não propicia um fluxo de caixa positivo, possui custos de carregamento mínimos e liquidez máxima. Em segundo lugar, para um investidor abandonar a posse de moeda, o preço do outro ativo em vista (isto é, seu fluxo de caixa positivo esperado descontado dos custos de carregamento, mais um prêmio de liquidez) deve ao menos igualar, na margem, a utilidade que a liquidez do dinheiro propicia (p. 159). Por conseqüência, modificações na quantidade de moeda disponível aos agentes, ao modificar a utilidade (liquidez) propiciada por uma unidade monetária (*coeteris paribus*), reorganizam as comparações entre a utilidade de reter moeda e outros ativos, podendo ampliar ou diminuir a quantidade de ativos menos líquidos que um investidor deseja possuir. Minsky salienta que como os passivos de algumas unidades são ativos financeiros de outras unidades, “*the price of the c-yielding instruments that are used to finance positions are determined by the same expected cash flows, carrying costs, and liquidity concerns that determine the values of q-yielding instruments*” (p. 160).

O autor, em sua abordagem, dá uma importância especial às estruturas de ativos e passivos dos investidores e aos fluxos de caixa positivos e obrigações a cumprir que os mesmos podem ter num dado momento. Ativos propiciam a geração de uma série temporal de recebimentos esperados, ao passo que passivos implicam uma sucessão periódica de pagamentos a serem efetuados. Assim,

¹⁷ É preciso notar que para as empresas que realizam um investimento em ativos de capital, q diz respeito a fluxos de lucros brutos. Por sua vez, o q fornecido por instrumentos financeiros é aquele que está determinado nos contratos. O que para os devedores é um custo de carregamento (c), para credores é q , ou seja, recebimentos em dinheiro.

¹⁸ Minsky (1992) não faz referência (neste artigo) a outro componente dos preços de ativos que é freqüentemente citado na bibliografia pós-keynesiana: a taxa esperada de apreciação dos ativos num certo período (geralmente notada por a). Este componente também é importante nas avaliações dos investidores, pois “*o possuidor de riqueza pode ganhar (ou perder) com a apreciação (ou depreciação) dos preços de mercado daquele ativo entre a compra e o fim do período de retenção do mesmo*” (Carvalho et alii, 2001:56), ou seja, estas variações de preço podem implicar em ganhos ou perdas de capital.

unidades que têm passivos possuem obrigações a cumprir (ou seja, pagamentos a efetuar em moeda em alguma data futura específica, sob demanda daquele a quem se deve a obrigação, ou caso ocorram circunstâncias específicas), para as quais devem obter recursos monetários de alguma forma. Minsky cita quatro fontes para a obtenção de tais recursos: entradas de fluxo de caixa devido a algum tipo de contribuição para a produção (lucros e salários, ou, ainda, impostos se o modelo é expandido); o cumprimento de obrigações de uma outra unidade, para com esta; a venda ou empréstimo de ativos; e finalmente, saldo inicial em caixa.

Uma unidade pode se encontrar em três posições, no que concerne ao seu grau de alavancagem e decorrentes obrigações a cumprir, frente à sua capacidade de cumprir com tais obrigações.

Diz-se que está em posição coberta (*“hedge finance”*) quando os fluxos de caixa positivos decorrentes de suas operações normais ou cumprimento de contratos excede (com alguma margem de segurança), para o horizonte de tempo relevante, os fluxos de obrigações esperadas de natureza contratual, de demanda ou contingenciais.

Em segundo lugar, diz-se que uma unidade está em posição especulativa (*“speculative finance”*) quando os fluxos de caixa positivos esperados decorrentes de suas operações normais ou cumprimento de contratos excedem o pagamento de juros esperados, mas não o total do principal de suas dívidas. Desta forma, uma unidade especulativa deve “rolar” (*“roll-over”*) periodicamente parte de suas dívidas, fazendo novas dívidas para saldar antigas.

Por fim, diz-se que uma unidade está em posição *“ponzi”* (*“ponzi finance”*) quando não conta com um fluxo de caixa positivo esperado suficiente para saldar completamente sequer seus deveres esperados relativos ao pagamento de juros, tendo que fazer novas dívidas para pagá-los – ou seja, seu déficit deve ser periodicamente capitalizado.

Minsky pondera que uma posição *“ponzi”* é aceitável desde que seja considerada transitória, uma vez que as receitas esperadas num período de tempo relevante possam fazer o valor presente de toda a cadeia de fluxos de caixa positivo. No entanto, uma unidade *“ponzi”* é altamente vulnerável a mudanças nas expectativas acerca de receitas e aos aumentos nos custos das dívidas acumuladas. Por outro lado, é importante salientar que também é possível que unidades em posição especulativa possam passar de forma involuntária a uma posição *“ponzi”*, ao serem submetidas a mudanças inesperadas nos custos de financiamento.

Este autor salienta que a hipótese de instabilidade financeira, construída sobre o instrumental teórico até aqui exposto, tem a função de lançar alguma luz sobre a relação entre crises financeiras e econômicas. Nesta abordagem, há uma relação inversa entre a utilidade que as unidades enxergam

na liquidez e os preços de demanda dos ativos menos líquidos. Por exemplo, se ocorre um aumento na valorização subjetiva da liquidez (que pode ser endógeno), haverá queda nos preços destes ativos, associada a fluxos de lucros brutos esperados (q) menores, havendo portanto uma margem menor de lucros em comparação com os custos de carregamento (c), donde decorrerá um nível mais baixo de investimento. Haverá também aumento nos custos de financiamento, com mais efeitos negativos sobre o investimento.

Em períodos de desempenho favorável da economia as unidades se sentem mais seguras com relação aos fluxos de caixa que esperam obter de suas operações, de tal forma que passam a exigir menos liquidez em sua carteira de ativos. Ativos que são valorizados mais pelos fluxos de caixa positivos que (espera-se) gerarão do que pela sua liquidez tendem a se apreciar. De forma contrária, quando há uma queda na segurança que as unidades têm nos fluxos de caixa que esperam obter, tanto rentistas e banqueiros como “homens de negócios” buscarão ativos que são valorizados por sua liquidez.

Um aspecto central da hipótese de instabilidade financeira é a idéia de que a posição das unidades mudará, de forma endógena, ao longo do ciclo econômico. Em períodos prolongados de desempenho econômico favorável e aumentos contínuos nos fluxos de caixa positivos, o otimismo das unidades – incluindo tanto tomadores de empréstimo como emprestadores – as levará a diminuir a liquidez de suas carteiras de ativos. Isto implica que, à medida que os custos de financiamento caíam, aqueles que se encontram em posição coberta (“*hedge*”) passarão progressivamente para a posição especulativa (“*speculative*”), devendo portanto passar a “rolar” parte de suas dívidas. No sistema como um todo, aumenta a participação das unidades em posição especulativa, em detrimento daquelas em posição coberta. Desta forma, cresce a vulnerabilidade da estrutura financeira a aumentos nas taxas de juros e a quedas nas expectativas de lucros. A ocorrência destes eventos pode transformar uma grande quantidade de unidades em posição especulativa em unidades “*ponzi*” – o que é particularmente negativo, dado que estas posições só seriam válidas caso fosse viável que os preços dos ativos valorizados pelos q que proporcionam se comportassem de forma favorável. Em suma, períodos de desempenho econômico satisfatório para as unidades tendem a aumentar a vulnerabilidade da estrutura financeira.

Há um sério problema, indicado por Minsky, que pode ocorrer caso a trajetória das unidades e do sistema financeiro siga o padrão acima descrito. Quando uma unidade tem obrigações a cumprir e já não possui mais ativos líquidos que possam ser utilizados para a geração de recursos monetários, uma queda nas receitas obtidas com suas operações normais ou um aumento nas taxas de juros podem fazer com que as unidades procurem obter dinheiro através da venda ou penhora de ativos

que não são comumente usados para tais fins. Se esta opção drástica para gerar recursos monetários for adotada por uma grande quantidade de unidades, decorrerá um colapso no preço dos ativos e a ocorrência de uma crise financeira. Neste caso, haverá uma grande quantidade de unidades que terão suas condições de solvência comprometidas, tendo portanto problemas de refinanciamento. Este processo é conhecido como deflação de ativos (“*debt deflation*”).

Tal como já se fez referência aqui, nesta teoria há uma inter-relação entre mercado financeiro e investimento produtivo, e entre crises financeiras e econômicas. Podem ocorrer crises financeiras que levem a uma queda ainda maior do investimento, assim como dos lucros brutos, do produto, do emprego e dos salários. Da diminuição dos lucros pode decorrer, como visto, uma outra ainda maior no valor dos ativos e na capacidade das unidades de cumprir com suas obrigações financeiras. Mais do que isso, contratos de financiamento dos investimentos minguarão, com subseqüentes novas quedas do emprego, produto, salários e lucros.

O autor salienta que diante de tais circunstâncias negativas, com o passar de algum tempo de elevado desemprego e capacidade ociosa na economia, podem ocorrer maiores diminuições nos salários e nos preços de oferta dos ativos de capital. No entanto, dado que na economia há uma grande quantidade de dívidas denominadas em termos nominais, tais quedas piorarão as circunstâncias, ao invés de melhorá-las.

É importante fazer menção à importância dada por Minsky para a participação do governo no sistema bancário e na demanda agregada. Ele aponta que a intervenção do Estado pode abortar crises financeiras e econômicas de duas maneiras, quais sejam, *grosso modo*, o refinanciamento de unidades com dificuldades para permanecer solventes e a relativa manutenção dos fluxos de lucros brutos (fluxos de q esperados, decorrentes das atividades relacionadas à produção) pela expansão dos gastos públicos. No primeiro caso, trata-se da atuação do “*Big Bank*”, através sua função de prestador de última instância. No segundo caso, trata-se da atuação do “*Big Government*”, através da política fiscal expansionista, baseada na geração de déficits fiscais – sempre que mantidos em patamares sustentáveis. O autor credita ao aumento da participação do governo na economia – através de sua capacidade de reverter expectativas negativas das unidades e processos de crise nos seus momentos iniciais – a relativa raridade de grandes crises financeiras e econômicas, tais como a de 1929 nos EUA.

CAPÍTULO 3 – OS PÓS-KEYNESIANOS E OS NOVOS-KEYNESIANOS

Para os propósitos desta monografia é preciso, terminadas as exposições teóricas sobre as escolas de pensamento Pós e Novo-Keynesiana, retomar as discussões que foram feitas a respeito da compatibilidade teórica entre estas duas escolas. Isto deverá fornecer subsídios para uma posterior avaliação a respeito da compatibilidade ou não (e em que sentido se daria uma eventual compatibilidade) entre as referidas escolas, no caso específico da crise asiática.

Na revisão bibliográfica aqui realizada foram encontradas, em termos gerais, duas linhas de discussão. Na primeira, são contrapostas as teorias pós-keynesiana e novo-keynesiana baseada em rigidezes nominais e reais de preços e salários (vista no capítulo 1, item 1.1). Os autores consultados foram Davidson (1994, 1999) e Sicsú (1999), que chegam a conclusões semelhantes e que podem ser sintetizadas tal como se segue. Salienta-se que os Novos-Keynesianos aceitam (i) os axiomas tradicionais da teoria ortodoxa (ergodicidade, substituição bruta e, no longo prazo, neutralidade da moeda), (ii) a hipótese de expectativas racionais e (iii) a metodologia novo-clássica de microfundamentar a macroeconomia. Para explicar problemas “keynesianos” de desemprego involuntário e importância da moeda (no curto prazo), recorrem a falhas de mercado nos mecanismos de ajustes de preços. A partir disto, argumenta-se que “*New Classical economics is the general theory and New Keynesian economics is a special case*” (Davidson, 1994:292); logo, não faz sentido pensar em compatibilidade entre a teoria Pós-Keynesiana apresentada no capítulo 2 e esta corrente teórica dos Novos-Keynesianos. Sicsú (1999:85) ressalta, todavia, que esta linha de argumentação, apresentada desta forma, não se refere à outra corrente teórica novo-keynesiana, apresentada no capítulo 1, item 1.2.

Na segunda discussão são comparadas as teorias pós-keynesiana e novo-keynesiana associada às assimetrias de informações (vista no capítulo 1, item 1.2). Esta segunda discussão é central para a monografia ora apresentada, uma vez que os trabalhos sobre a crise asiática aos quais se fará referência no capítulo 4 são de autoria de economistas ligados à corrente teórica novo-keynesiana à qual se refere. Nela são encontradas diversas posições a respeito da compatibilidade entre Pós e Novos-Keynesianos.

De forma bastante geral, estas posições podem ser agrupadas em três tipos de teses: (i) pós e novos-keynesianos têm modelos heurísticos incompatíveis, mas partem da mesma “visão” da economia, aquela de Keynes; (ii) há diferenças ontológicas entre as duas teorias econômicas, mas de alguma forma as assimetrias informacionais são compatíveis com a teoria pós-keynesiana, e pode ser até certo ponto conveniente incorporá-las; e (iii) as duas teorias econômicas são complementares em

diversos aspectos e, em particular, os *modelos* de assimetrias de racionamentos nos mercados de ações e crédito podem ser incluídos na teoria pós-keynesiana, ao passo que para a ortodoxia seria enriquecedor absorver a noção de incerteza fundamental. A seguir, procurar-se-á retomar a discussão em torno a este tema, a partir de seus elementos essenciais.

As primeiras propostas de algum tipo de fusão teórica entre pós e novos-keynesianos são feitas por Fazzari (1992) e Dymski (1992). A seguir, serão expostas tais propostas, e as subseqüentes discussões a respeito delas.

Dymski (1992), analisando o estado de então das teorias monetárias de alguma inspiração keynesiana no que diz respeito ao papel da firma bancária, nota que tanto as teorias novo como pós-keynesiana haviam feito contribuições interessantes sobre o tema. Nas palavras do autor, “*the middle ground between these two keynesian approaches may lead to a more complete model of banking*” (p. 319). De fato, o autor considera interessantes dois aspectos da teoria novo-keynesiana: (a) o papel central que a assimetria de informações garante à intermediação financeira (uma vez que os bancos são essenciais como agentes especializados em monitorar devedores e absorver riscos de *default* e liquidez); e (b) o fundamento que a assimetria de informações dá ao processo de racionamento de crédito por parte dos bancos. Por outro lado, ele trabalha com uma determinada versão das teorias de Davidson e Minsky, na qual a percepção da incerteza (produto da não-ergodicidade dos processos econômicos) dos agentes muda ao longo do ciclo econômico, influenciando-o. Assim, em períodos de relativa “tranqüilidade”, os agentes formariam expectativas considerando o mundo como sendo regido por distribuições de probabilidade estáveis (e riscos probabilísticos idem) e, por se sentirem confiantes, se sujeitariam a riscos cada vez maiores, estimulando uma expansão endógena da moeda. Em oposição, à medida que essas expectativas fossem contrariadas, os agentes se moveriam para uma percepção do mundo mais incerta comportando-se, no limite, com base nos seus *animal spirits*.

O ponto intermediário (“*middle ground*”) que o autor sugere, neste trabalho, é uma incorporação do modelo de assimetria de informações num contexto de incerteza. Assim, nas fases expansivas do ciclo econômico, poder-se-ia explicar expansões no crédito operadas pelos bancos, enquanto que nas fases de contração, os problemas decorrentes da assimetria de informações e da aversão aos riscos por parte dos bancos poderiam explicar o racionamento do crédito.

Van Ees e Garretsen (1993) replicam, contestando a proposta de Dymski no que diz respeito à compatibilidade teórica entre Pós e Novos-Keynesianos. Os autores ressaltam que, no contexto dos modelos novo-keynesianos, a assimetria de informações está associada à hipótese de expectativas racionais dos agentes e, portanto, também à ergodicidade dos processos econômicos (hipótese rejeitada pelos pós-keynesianos). Ademais, os modelos de racionamento de crédito são modelos de

equilíbrio parcial, sendo que no plano macroeconômico se mantêm os modelos da síntese neoclássica, aos quais ainda são válidas as críticas pós-keynesianas. Em especial, os autores criticam a visão focalizada no lado da oferta, enquanto o lado da demanda é visto como exógeno.

Na discussão que os referidos autores realizam, o contexto teórico dos modelos de assimetria de informações é trazido à discussão para argumentar em favor da incompatibilidade entre as duas abordagens, uma vez que os pós-keynesianos se baseiam numa economia vista como não-ergódica, na qual os agentes estão sujeitos a incertezas, e o lado da demanda ocupa um lugar central nas flutuações econômicas. Os autores chamam a atenção para o fato de que os modelos ortodoxos são fundamentalmente incompatíveis com a noção de incerteza. Por um lado, o modelo novo-keynesiano de (verdadeiras) expectativas racionais *“implies that expectations are fully endogenous in the sense that they can be derived from the ‘objective’ economic nonexpectational variables of the model”* (Van Ees e Garretsen, 1993:45). Por outro, pode-se considerar num contexto de incerteza um comportamento dito de expectativas racionais como uma *convenção*, no qual *“(...) [expectations derived from the ‘objective’ variables are] no longer possible and agents may have to rely on conventions and norms that cannot be fully derived from [these] ‘objective’ variables, (...) [which means that] expectations are (at least partly) exogenous”* (p. 45). Desta forma, os autores ressaltam que a “aderência” às expectativas racionais em “tempos tranquilos” num mundo incerto seria, estritamente, *irracional*. No entanto, em que pesem as diferenças entre as duas teorias, os autores não rejeitam a consideração das assimetrias de informação como um elemento teórico relevante, *desde que separado da estrutura teórica ortodoxa*. Em suas palavras:

“What does this imply for the alleged complementarity of new and Post Keynesian analysis of financial markets? First of all, the inclusion of (elements of) the new Keynesian analysis for the existence of fundamental uncertainty might be worthwhile but no longer bears a definite relation with new Keynesian economics as such. Second, Post Keynesian economics is perfectly capable of dealing with the central idea of credit rationing – that since internal and external funds are not perfect substitutes, the behavior of the suppliers of funds (banks) may constrain the behavior of the demanders and may hence influence output and employment.” (Van Ees e Garretsen, 1993:96).

Dymski (1993), por sua vez, treplica a Van Ees e Garretsen, deixando sua posição mais clara: *“(...) while we are agreed that Post Keynesian and new Keynesian economics are contradictory, I insist that Keynesian uncertainty and asymmetric information can be complementary for*

economists working within the Post Keynesian tradition” (p. 50, grifos do autor). O autor salienta que “*new keynesians have often invoked the rational expectations hypothesis not because they must analytically, but because they can grant this assumption to New Classical economists without losing their principal results*” (p. 50). O autor enfatiza a importância do conceito de assimetrias informacionais para explicar a realidade e, embora aceite a proposição de Van Ees e Garretsen de que a preferência por liquidez poderia, por si só, explicar o racionamento de crédito, isto seria feito em detrimento da consideração de situações relevantes na realidade econômica, nas quais se encontrariam problemas de assimetria de informações. No entanto, o autor assevera que “*making use of asymmetric information does not imply acceptance of the methodological conventions of neoclassical economics*” (p.53).

Até o momento vimos dois autores que estabelecem uma discussão que, embora dotada de certo grau de controvérsia, permite uma integração de ambos ao grupo ii, associado à idéia de que há diferenças fundamentais entre as teorias pós e novo-keynesiana, mas é possível à primeira absorver a assimetria de informações.

A seguir, será exposta a polêmica proposta de Fazzari (1992) e Fazzari e Variato (1994, 1996) que, diferentemente da de Dymski, pode ser incluída no grupo i, que por sua vez está associado à idéia de que embora Pós e Novos-Keynesianos sejam herdeiros da mesma “visão” da economia (a de Keynes), possuem teorias completamente incompatíveis.

Fazzari (1992) se focaliza nas teorias pós e novo-keynesiana de investimento e, em particular, na relação entre financiamento e investimento. Sua proposta é buscar uma forma de estabelecer um diálogo entre as duas teorias pós e novo-keynesiana, atentando para suas diferenças e possibilidades de mútuo reforço. O autor concede especial atenção à forma pela qual o conceito de assimetrias de informações, na medida em que se refere a uma situação na qual o fato dos agentes terem informações não somente limitadas, senão que também *diferentes*, abre espaço para a refutação da posição tradicional (ortodoxa) de que as condições financeiras não influenciam variáveis reais, inclusive o investimento – mesmo quando isto se dá dentro de um quadro teórico neoclássico.

Fazzari (1992) e Fazzari e Variato (1994, 1996) ressaltam que isto ocorre porque a existência das ditas assimetrias implica a inexistência das condições necessárias para que o risco dos agentes econômicos (incluindo o risco dos credores e dos devedores) se distribua através da diversificação – o que, caso ocorresse, levaria, tal qual no famoso teorema Miller-Modigliani, a que os agentes fossem neutros ao risco. Logo, ao contrário, os agentes serão *avessos* ao risco, e procurarão adotar estratégias defensivas. Mais do que propiciar as condições para um comportamento avesso aos

riscos, as assimetrias de informações, dado que estão associadas aos problemas de risco moral e seleção adversa, resultam nas condições necessárias para a existência restrições financeiras ao investimento, decorrentes do racionamento nos diferentes mercados de capitais. Graças ao fato da intermediação financeira implicar uma especialização dos bancos na seleção e monitoramento dos devedores, o mercado de crédito bancário é relativamente menos restritivo que outros, como o de ações. No entanto é inevitável que, tal como visto na seção 2 do capítulo 1, os agentes tenham que comprometer mais de seus recursos internos – seja através do uso direto dos mesmos nos projetos de investimento, seja em função da exigência de garantias e prêmios de risco mais elevados para obter empréstimos – do que desejariam (donde não conseguem, em decorrência, diversificar seus riscos), ao passo que os bancos também se encontram freqüentemente fragilizados por eventuais deteriorações em sua carteira de devedores em função das assimetrias relevantes.

Está clara a importância, para a teoria ortodoxa das restrições financeiras ao investimento, das assimetrias de informações. Mas no contexto comparativo que Fazzari e Variato fazem entre as teorias pós e novo-keynesiana, qual a importância das referidas assimetrias?

Embora os autores salientam que a teoria pós-keynesiana tem uma abordagem mais ampla sobre o risco dos credores e devedores do que a ortodoxa, e o fato de existir “*an unwillingness of lenders to finance investment that a firm wishes to undertake*”, eles tentam provar que “*imperfect information (in the sense of uncertainty) does not provide adequate foundations for financial constraints; one needs asymmetric information*” (Fazzari, 1992:125, grifos meus). Segundo os autores, “*to assume (...) that (...) [lenders'] risk arises when both borrowers and lenders have identical information about the profitability of investment implies that either the borrower wants to go ahead with a money-losing deal or the lender systematically forgoes what it knows are money-making opportunities*” (p. 127). Por outro lado, no caso do risco do devedor, um eventual desejo de um empreendedor de evitar um risco não diversificável, na ausência de assimetrias de informações, poderia decorrer *somente* de preferências exógenas. Naturalmente, os autores admitem que as conclusões esboçadas na ausência das referidas assimetrias se dão num contexto neoclássico. Entretanto, a crítica *está* endereçada aos Pós-Keynesianos, o que fica claro quando os autores ressaltam a importância de se desenvolver um modelo no qual os agentes “otimizam”:

“The new Keynesian theoretical models attempt to ground macroeconomic results in formal optimizing models. But Keynes and his more prominent followers never denied that agents optimize. The debate is focused, correctly in (...) [our] view, on the environment in which optimization occurs.” (Fazzari, 1992:128).

Ao que parece, os autores adotam uma certa dicotomização entre um keynesianismo formal (de inspiração neoclássica) e um mais orientado para a percepção dos problemas mais complexos do “mundo real”, mas formalmente muito mais débil (pós-keynesiano). A “oportunidade de convergência” que tais autores enxergam se encaixa bem em tal versão dicotômica das diferentes escolas teóricas: ao passo que a assimetria de informações, entendida como uma propriedade intrínseca de um mercado no qual os agentes se especializam (e não uma hipótese *ad hoc* ou uma falha de mercado de menor importância), fornece à heterodoxia um conjunto de modelos ortodoxos bem-fundamentados e ineditamente consistentes em alguns aspectos com a escola pós-keynesiana, esta última oferece ao *mainstream* uma série de problemas relevantes que ainda não foram absorvidos, como por exemplo, a incerteza fundamental.

No caso específico da heterodoxia, segundo os autores, os Pós-Keynesianos poderiam obter, ao assimilar o *insight* ortodoxo da assimetria de informações, uma validação para a relação entre financiamento e investimento – o risco do devedor (associado ao *Principle of Increasing Risk*¹⁹ originado nas idéias de Kalecki) poderia encontrar uma explicação na menor diversificação de riscos à qual os empreendedores se vêem submetidos, em função da necessidade de utilizar uma proporção maior de recursos internos do que desejariam; o risco do credor encontraria também uma explicação no risco moral e na seleção adversa; e o racionamento de crédito, como meio das condições financeiras restringirem o investimento, *idem*. Nas palavras dos autores, sua proposta:

“These observations make the case that there is a basis for discussion between (...) the ‘new’ and the ‘post’ [Keynesians]. There is reason to hope that the intersection of post-Keynesian interests and real-world empirical observation with the analytical and empirical tools developed primarily in mainstream neoclassical analysis can lead to important new insights into how macroeconomy behaves. Both schools of thought have much to gain by taking the work of each other seriously.” (Variato, 1992:129).

Dymski (1994), retomando o tema dos artigos já discutidos neste capítulo, faz uma resposta crítica à proposta de Fazzari e Variato. Para o autor não há dúvidas de que a relação entre mercado financeiro e investimento é uma das principais preocupações dos pós-keynesianos, e assinala que Shackle e Davidson, desenvolvendo as idéias de Keynes, provêm um certo tipo de

¹⁹ Este risco é, segundo Variato (1992), associado ao aumento do risco que um agente enfrenta à medida que se torna mais comprometido com um investimento ilíquido, frente a necessidades súbitas de liquidez.

“microfundamentos” – decisões de financiar investimentos irreversíveis em ativos ilíquidos devem ser realizadas num contexto de incerteza fundamental (ou seja, os agentes não têm distribuições de probabilidades confiáveis acerca de eventos futuros, se é que chegam sequer a construí-las). Por sua vez, a hipótese de instabilidade financeira de Minsky teria contribuído para chamar a atenção para o fato de que à medida que, no decorrer do ciclo econômico, uma firma se torna mais dependente de financiamento externo, as estruturas financeiras se deslocarão para posições cada vez mais frágeis e suscetíveis a choques (exógenos e/ou endógenos).

Segundo sugere este autor, Fazzari e Variato consideram os “microfundamentos” pós-keynesianos insuficientes para explicar por que as condições financeiras influenciam o investimento. As assimetrias de informação poderiam fazê-lo de forma satisfatória, já que, na visão destes autores, *“this story has an inherent advantage over Minsky’s story: it pertains to the very structure of information and markets, not to the use that agents make of any given set of information and markets”* (Dymski, 1993:78). Para Dymski, Fazzari e Variato estão retomando uma noção ortodoxa de que diferentes estimativas probabilísticas devem ser resultado de diferenças na informação que os agentes possuem e, caso algo diferente disso ocorresse, o agente estaria se comportando de forma irracional. É nesta idéia que se basearia a sugestão dos autores ora criticados de incluir a assimetria de informações dentro da abordagem pós-keynesiana, como uma condição *necessária* para a explicação das restrições financeiras ao investimento. No entanto, como Dymski aponta, ambas as abordagens pós e novo-keynesiana podem sustentar isto, a partir de diferentes elementos analíticos.

O autor ressalta diversos pontos associados à formação de expectativas com elementos exógenos. Sua abordagem parece ser coerente com o que foi exposto no capítulo 2, no qual, com base em Carvalho (1998), afirmou-se que o mesmo “conhecimento direto” pode gerar diversos resultados, dependendo de quais premissas adicionais sejam “criadas” para completar o conjunto de informações necessárias para se derivar uma proposição. Os elementos que Dymski ressalta na formação de expectativas numa economia incerta são seu caráter histórico, institucional e contingente ao ciclo econômico. Nas suas próprias palavras:

“Agents (...) [won’t] take their ignorance lying down. Suggestive historical information will be collected and analyzed, methods of extrapolating and predicting will be developed, and institutional mechanisms for synthesizing insights will be established. Agents develop ex ante anticipations, even knowing these have no scientific status or reliable properties, and compare this with ex post outcomes.”

The confidence placed in any such method of uncertainty reduction depends on the size of ex ante/ex post gaps in recent experience. (...) Agents may shift endogenously among (...) [different] methods of making decisions. As outcome turbulence increases, agents may place less trust in past as a guide to the future; they may also change their degree of risk aversion and become more wary of irreversible commitments (...) [and therefore] the definition of 'rational behavior' itself becomes contextually contingent.

Because knowledge about events important to agents is socially constructed, and because no disciplining metric is available to tell agents which pieces of knowledge are 'correct', and which are 'incorrect', (...) to say that all agents do not know the same things is not the same as saying that all agents have identical knowledge about things they do not know. The latter statement follows the former only if assumptions are made about knowledge that are inadmissible in a Keynesian uncertain environment.” (Dymski, 1994: 96-97).

Dymski também se refere aos efeitos que a interação entre os agentes tem sobre a incerteza, pois nenhum agente pode saber exatamente no que uma determinada trajetória de interações irá resultar, dadas a natureza não-ergódica do mundo econômico e a complexidade dos resultados das ações dos agentes, mais ainda se as mudanças expectativas e comportamentais dos agentes podem ter efeitos cumulativos sobre os mercados e outros agentes. O contexto incerto implica também a impossibilidade de um agente estar segurado contra resultados desfavoráveis: *“because the economy’s stochastic variation obeys no parameters, agents’ exposure in their momentous decisions cannot be insured, (...) [and since] such uninsurable decisions are inherently irreversible, (...) regret is a constant presence in agents’ calculations” (Dymski, 1994:98).*

A longa retomada que o autor faz do conceito de incerteza keynesiana e de suas conseqüências teóricas visa demonstrar que a tese de que as restrições financeiras ao investimento não se sustentam, na teoria pós-keynesiana, sem a incorporação da análise ortodoxa sobre assimetria de informações, só é consistente se a incerteza é substituída por risco probabilístico. Num caso de risco probabilístico em que as distribuições de probabilidades da economia são estáveis e passíveis de conhecimento também estável por parte dos agentes, a ausência de assimetria de informações implicaria uma situação na qual os riscos podem ser segurados e compartilhados entre os agentes, os comportamentos racionais são previsíveis e estáveis e não há distúrbios nos fluxos de caixa e estoques de riqueza dos agentes. Ou seja, a hipótese de instabilidade financeira de Minsky, neste caso, seria amparada num certo tipo de irracionalidade dos agentes – donde decorre uma certa crítica

de que a teoria pós-keynesiana estaria (mal) sustentada somente sobre certo tipo de hipóteses comportamentais.

Num contexto neoclássico em que de fato não há incerteza keynesiana, as assimetrias de informações fornecem uma “incerteza endógena”, “(…) *in the sense that outcomes depend on what the better informed agents within the model do*” (Dymski, 1994: 79-80), que permite uma sustentação do resultado de restrições financeiras ao investimento. No entanto, no contexto não-ergódico e incerto da economia, tal como os pós-keynesianos a consideram, a incerteza *per se* é capaz de sustentar esse resultado. Em primeiro lugar, analisando um pequeno modelo que desenvolve, Dymski explica como o racionamento de crédito pode ser fundamentado:

“(…) Credit rationing may arise from the consequences of Keynesian uncertainty alone. To see this, note that attitudes about appropriate behavior depend both on views about the consequences of erring. But these assessments could both differ between the owner and the entrepreneur borrower, because no subjective standard for the stochastic truth exists.

(…) [As a consequence], owners’ award of credit to the firm (…) [could] thus be regarded by entrepreneurs as a rationing of credit in that it is less than entrepreneurs’ own loan demand. There is no way of undoing this rationing, because it arises from different agents’ views of a complex, changing whole.” (Dymski, 1994: 98-99).

Em segundo lugar, quando se considera a possibilidade de “desequilíbrios cumulativos” devido a tensões *ex ante/ex post*, todos os agentes estão sujeitos a sofrer os impactos diretos e indiretos de mudanças expectativas ou comportamentais de outros agentes. As relações financeiras entre os agentes intensificam a magnitude de choques às expectativas e comportamento dos agentes, a cada referida mudança de terceiros. Desta forma, agentes altamente alavancados podem se tornar insolventes, sendo obrigados a realizar ajustes severos após choques.

Temos, portanto, que para Dymski a incerteza é suficiente para gerar restrições financeiras ao investimento, num contexto explicitamente minskyano. Mas qual sua posição sobre a proposta de convergência feita por Fazzari e Variato?

O autor observa que caso fosse incluída a incerteza fundamental em modelos de assimetria de informações, toda a base neoclássica dos modelos, fundamentada na ergodicidade dos eventos econômicos, ruiria, já que “*under keynesian uncertainty stochastic outcomes are nonparametric, stock/flow imbalances may be large and persistent, and agents’ methods of assessing the outcomes*

os stochastic processes are historically contingent” (Dymski, 1994: 99). Assim, o autor afirma que *“taking any of these aspects seriously throws the adequacy of asymmetric information scenarios of financial structure into doubt”* (p. 99). Se a proposta de Fazzari e Variato fosse levada a sério na ortodoxia, então as escolas ortodoxas que o fizessem deveriam realizar uma revisão dos “parâmetros” dos modelos de assimetria de informações, e explorar microfundamentos dos comportamentos econômicos até um ponto mais profundo.

Dymski, entretanto, deixa claro que considera que ambos tipos de incerteza, a derivada das assimetrias de informação e a derivada da não-ergodicidade dos eventos econômicos, estão claramente presentes no mundo. Donde decorre que análises keynesianas das estruturas financeiras deveriam incorporar todo o espectro da incerteza, da assimetria de informações à incerteza keynesiana.

Fazzari e Variato (1994) retomam sua discussão sobre a importância da assimetria de informações como fundamento para a influência de condições financeiras sobre o investimento. Os autores refazem a mesma discussão realizada por Fazzari (1992), na qual salientam a importância da assimetria de informações como uma mudança fundamental na teoria ortodoxa, de tal forma que não somente o teorema Miller-Modigliani é abandonado, como também a análise se torna mais consistente em relação à abordagem sistêmica original de Keynes. No entanto, permanece um certo paralelismo entre as trajetórias teóricas da ortodoxia e da teoria pós-keynesiana. Os autores repetem, portanto, sua proposta de avaliar as vantagens de uma possível complementaridade entre ambas escolas de pensamento, o que no caso dos Pós-Keynesianos em particular significa adotar a assimetria de informações como microfundamento para as explicações de inspiração minskyana.

Finda a reafirmação da proposta original dos autores, estes anunciam uma tréplica às críticas de Dymski. Em primeiro lugar, os autores afirmam é possível argumentar formalmente contra a tese de que a incerteza fundamental é, *per se*, suficiente para explicar a influência das condições financeiras sobre o investimento:

“We can make a formalistic argument that contrasts with Dymski’s views along the lines presented (...) [in our work]. Even under fundamental certainty, if borrowers and lenders have the same information (symmetric information) about the prospects for an investment project, incomplete as it may be, and if they interpret that information in the

*same way*²⁰, there is no apparent reason why they would evaluate the returns from the project differently.” (Fazzari e Variato, 1994:364, grifos meus).

Todavia, Fazzari e Variato ponderam que uma “incerteza simétrica” não faz muito sentido num mundo onde não há base objetiva para os cálculos de probabilidade. Os autores admitem que em tal mundo não somente os acontecimentos objetivos que afetam as expectativas, como também as interpretações sobre esses acontecimentos. Mais do que isso, para os autores o fato de os agentes interpretarem os acontecimentos de formas diferentes implicaria a existência de assimetria de informações: “*fundamental uncertainty, by necessitating interpretation in advance of action, implies the existence of asymmetric information in any real-world context*” (Fazzari e Variato, 1994:364). Por outro lado, a afirmação inversa também seria válida: a assimetria de informações seria uma das fontes de incerteza fundamental. Para os autores, portanto, “*the two concepts are inherently linked in the real world*” (p.364). Desta forma, eles devem ser combinados para gerar resultados coerentes com a idéia de restrições financeiras ao investimento.

Por fim, há dois elementos novos neste artigo, em relação ao anterior, que devem ser expostos. Em primeiro lugar, é salientado que há outro aspecto importante da relação entre assimetria de informações e instabilidade financeira a ser ressaltado: ao passo que os pós-keynesianos tratam tal instabilidade como decorrência do descompasso entre expectativas *ex ante* e resultados *ex post*, pode-se também pensar na mesma como conseqüência do descompasso *ex ante* entre as expectativas dos emprestadores e dos tomadores a respeito da qualidade de ativos existentes ou de novo projetos de investimento. Esta segunda forma de pensar o problema poderia ajudar a explicar o porquê das crises financeiras terem impactos macroeconômicos.

Para os autores, a insolvência, num contexto de informações simétricas, não deveria resultar em problemas maiores do que os custos de transação do refinanciamento. Apenas no caso da assimetria de informações os agentes insolventes muitas vezes não se encontrariam em condições de refinar seus passivos, e isto iniciaria uma cadeia de deterioração das condições financeiras de outros agentes, resultando em queda do investimento. Em segundo lugar, os autores ressaltam que um outro aspecto da teoria pós-keynesiana de Minsky, a deflação de ativos, também deve encontrar na assimetria de informações seu fundamento. Tais assimetrias explicam o porquê da queda dos preços dos ativos, quando liquidados por um agente, sofrerem depreciação – tratar-se-ia de um caso

²⁰ É interessante observar que Dymski, a rigor, sustenta justamente que a incerteza fundamental irá fazer com que os agentes interpretem as informações de formas diferentes, independentemente da existência ou não de assimetrias de informações.

análogo ao famoso dos mercados de *lemons*, onde ativos em liquidação valerão menos do que aqueles transacionados por um *insider* informado.

Crotty (1996) articula uma réplica ao artigo de Fazzari e Variato (1994). Embora aquele autor considere o esforço de estímulo à complementação entre as teorias pós e novo-keynesiana “admirável”, ele considera pouco convincentes as propostas de que (a) a teoria novo-keynesiana ligada aos mercados financeiros provê um microfundamento rigoroso para a teoria pós-keynesiana, de natureza menos formal, e (b) a despeito das diferentes concepções de mundo (ergódico *versus* não ergódico) das duas escolas, a assimetria de informações faz com que ambas sejam mais próximas da complementaridade do que substitutas. Indo além deste ponto, este autor procura demonstrar que Fazzari e Variato teriam subestimado a consistência teórica pós-keynesiana e superestimado a novo-keynesiana, desconsiderando problemas teóricos desta última – os quais, ao longo do artigo, ele procura evidenciar..

Para iniciar sua discussão, Crotty ressalta que há três diferenças fundamentais entre Pós e Novos-Keynesianos, baseadas em três hipóteses que esta última escola adota (por sua herança neoclássica), e que são rejeitadas pela primeira: em primeiro lugar, os modelos supõem uma realidade ergódica; em segundo, existe risco individual, segurável, o passo que risco sistêmico não-segurável não existe; e, por fim, o capital real é considerado líquido e o investimento um processo reversível.

Ao expor a forma pela qual a teoria novo-keynesiana chega às suas conclusões a partir de um conjunto de hipóteses, o autor procura construir uma crítica interna aos seus modelos. Procurar-se-á reproduzir seus argumentos brevemente, nos próximos parágrafos.

Crotty, ao iniciar sua exposição, faz uma breve retomada da teoria novo-keynesiana, salientando que as inovações da teoria novo-keynesiana, que a distinguem de outras escolas ortodoxas de pensamento, são as hipóteses de assimetria de informações e a incompletude inerente aos contratos, o que impede que os riscos dos agentes que firmam um contrato sejam compartilhados por terceiros. Como já foi visto anteriormente, disto decorre que os emprestadores novo-keynesianos não conseguem distinguir corretamente bons e maus tomadores (ou seja, enquanto os tomadores conseguem construir distribuições de probabilidade completas e corretas, os emprestadores se encontram numa situação na qual não podem ter uma percepção clara das condições de seus devedores), assim como decorre também que os emprestadores não conseguem monitorar e controlar a alocação dos recursos entre projetos com riscos baixos e altos. Isto, por sua vez, tem quatro resultados: os tomadores com bons projetos devem pagar um “*lemon premium*” para cobrir as inadimplências de tomadores com projetos de alto risco; pode ocorrer racionamento de crédito; pode

haver excessiva exigência de “colaterais”; a emissão de ações pode ter custos elevados para os emissores. As conseqüências finais do modelo são quatro: (a) é possível a ocorrência de má alocação do crédito; (b) fundos internos podem ter custo menor que fundos externos; (c) o racionamento de crédito pode reduzir o investimento em comparação com uma situação neoclássica tradicional; (d) o investimento pode se tornar instável ante choques exógenos. É neste ponto que Crotty chama atenção para uma questão fundamental nesta discussão:

“All these problems are transmitted through alterations in the cost of financial capital function. There is no distinctive New Keynesian theory of demand for financial capital by the investing firm.” (Crotty, 1996: 335).

Iniciando sua crítica, o autor salienta dois aspectos que considera altamente problemáticos nas hipóteses sobre expectativas dos agentes feitas pelos Novos-Keynesianos. Em primeiro lugar, Crotty afirma que há uma grave inconsistência lógica, inerente às hipóteses por esta escola adotadas: ao passo que as assimetrias informacionais são o *sine qua non* de toda a teoria, a assimetria de informações implica incerteza fundamental, tal como notaram Fazzari e Variato – e incerteza fundamental é incompatível com a visão novo-keynesiana de uma economia ergódica. Isto porque, segundo afirma o autor, os agentes podem apreender o futuro como um conhecimento *se, e somente se*, (i) os eventos futuros são predeterminados e são passíveis de conhecimento direto e (ii) cada agente pode prever as ações dos demais agentes, e construir predições com base nestes dados micro. Entretanto, afirma Crotty:

“(...) Asymmetric information makes the extent of future market clearing contingent on the degree and distribution of informational asymmetry existing at each future point in time, information denied to agents by assumption. And agents cannot know the choices other agents will make because, by assumption, they do not know information that is known by others. Thus, borrowers cannot possibly know the expected returns on their own investment projects with actuarial certainty because expectations cannot possibly take the ‘complete and correct’ form required for such certainty. Since asymmetric information implies fundamental uncertainty and there is no logically consistent way to integrate fundamental uncertainty in a New Keynesian model, there is no logically consistent way to incorporate asymmetric information either. These models must be misspecified” (Crotty, 1996: 336).

Em segundo lugar, o autor afirma que se bem os novos-keynesianos dão grande importância à assimetria de informações, em seus modelos freqüentemente se encontram, por hipótese, emprestadores que possuem informações tais sobre a população de tomadores, que não são disponíveis nem para os emprestadores neoclássicos tradicionais, de tal forma que “*the New Keynesian lender must possess information that is in some sense beyond perfect, yet inadequate*” (Crotty, 1996:337). Nas suas palavras:

“Borrowers optimize given the market rate of interest; their ‘reaction functions’ describe credit demand and project choice as a function of the interest rate. Lenders – the market’s ‘leaders’ – then select the equilibrium interest rate so as to maximize their expected utility given borrowers’ reaction functions. But in order to be able to construct these reaction functions, lenders have to know not only the population of potential investment projects, but also borrower preference functions. In other words, lenders must possess all the information required to solve the borrowers’ optimal choice problem in order to solve their own” (Crotty, 1996:336-7, grifos do autor).

Feitas estas duas críticas internas aos modelos novo-keynesianos, o autor se volta para mais um ponto problemático no discurso dos autores desta escola. O autor relembra que o argumento que liga o investimento à instabilidade financeira se baseia na idéia de que os fundos de financiamento internos da firma serão mais baratos do que os externos; assim, quando há um choque exógeno, ao mesmo tempo em que os fundos internos diminuem, os custos do capital financeiro ao qual a firma está sujeita aumentam (em função da deterioração da relação ações-dívidas), assim como aumenta também o número de firmas sujeitas ao racionamento de crédito. Este processo levaria a economia de um ponto de equilíbrio estável a outro, *com queda nos gastos de investimento*. Costuma-se sugerir, neste ponto, que a queda da demanda por investimento irá exacerbar o choque de demanda inicial. Segundo o Crotty é com base nisto que autores, como por exemplo Fazzari e Variato, ligam as estruturas financeiras ao investimento.

Todavia, como nota Crotty, toda a discussão sobre ciclos, propagação de choques, estabilização macroeconômica, etc. se baseia num *argumento analítico estritamente informal*. Isto porque “[*new keynesian models*] (...) *are partial equilibrium, single-market models, structurally*

devoid of spillovers” (Crotty, 1996:338). Tal como ressalta o autor, isto não condiz, em absoluto, com a procura por rigor formal que caracteriza escolas que trabalham com microfundaamentos²¹.

Em seguida às suas críticas, o autor avalia a afirmação, por Fazzari e Variato, de que a teoria novo-keynesiana é de alguma forma consistente com a abordagem de Keynes. Assim como fazem Van Ees e Garretsen e Dymski, Crotty ressalta a incompatibilidade entre a visão de Keynes de uma economia incerta²², em relação à visão ortodoxa de uma economia ligada a distribuições probabilísticas estáveis. No entanto, ressalta um aspecto que não ficou tão claro nas abordagens de autores tratados aqui anteriormente: as diferenças de comportamento, tanto dos emprestadores como dos tomadores, ao longo do ciclo econômico. Em função disto, não há grau de alavancagem intrinsecamente seguro ou arriscado, e isto muda também de acordo com variáveis endógenas do sistema. A relação entre variáveis financeiras e investimento se dá de forma bastante distinta do que na teoria novo-keynesiana. Nas palavras do autor:

“In the dynamics of Keynes’s model – in contrast with the New Keynesian static model, it is the similarities rather than the differences in borrower and lender expectations that are important; both agents may get caught up in boom euphoria. Increased leverage does not automatically reduce investment as it would in a New Keynesian comparative static exercise because the degree of leverage generally considered to be ‘safe’ or ‘prudent’, a conventionally determined and thus partly endogenous variable, may rise in the boom by as much as or more than actual leverage.

As long as actual leverage does not exceed this elastic upper bound, the expansion process can continue. However, as soon as cash flows and/or financial asset prices fall below expectations by a substantial margin, the degree of leverage considered to be ‘prudent’ can decline dramatically – indeed discontinuously – as optimism is shattered and the confidence agents place in their ability to make meaningful forecasts deteriorates. If expectational disappointment is severe enough, agents may lose faith in the meaningfulness of the social conventions that underpin the expectation formation process. Once faith in conventions is shattered, there is nothing solid to ground

²¹ Crotty ressalta que há, também, teorias dinâmicas de mercados financeiros comumente associadas aos novos-keynesianos, tal como as conhecidas por *noise trading* e *rational bubble*. Entretanto, afirma que ao mesmo tempo que tais teorias não têm uma ligação clara com os modelos estáticos novo-keynesianos, elas também são modelos de um mercado só, não podendo conectar formalmente o investimento com a dinâmica dos mercados financeiros.

²² Há que observar, todavia, que Crotty utiliza uma noção de incerteza que, tal como ele mesmo ressalta, diferentemente de outros autores pós-keynesianos focaliza-se mais nas continuidades do que nas descontinuidades das trajetórias e expectativas da economia. Entretanto, ressalta o autor, esta sua abordagem é plenamente compatível com a noção de não-ergodicidade do mundo econômico e social.

expectations. Forecasts may then shift rapidly from optimism to pessimism, and confidence in the validity of forecasts may quickly evaporate. Interest rates will rise and investment will decline – and could collapse.” (Crotty, 1996:346).

Para o autor, portanto, há diferenças significativas entre as teorias novo-keynesiana e pós-keynesiana. Entretanto, inclusive em função da relação que haveria entre assimetria de informações e incerteza fundamental, a assimetria de informações é um conceito que é perfeitamente compatível com a teoria pós-keynesiana:

“The assumption that lenders may not have access to all the relevant facts about potential investment projects possessed by borrowers, or that borrowers and lenders might not adopt identical methods of expectation formation even if they had access to the same data, fit comfortably within Post Keynesian theory. Each assumptions will lead to asymmetric expectations.” (Crotty: 1996:348).

Crotty, desta forma, também pode ser incluído no grupo ii, que defende a possibilidade de inclusão da assimetria de informações na teoria pós-keynesiana. Antes de reproduzir a tréplica de Fazzari e Variato a Crotty, cabe expor mais alguns pontos importantes levantados por ele, em contraposição ao argumento de que a assimetria de informações é *necessária* para uma teoria bem fundamentada que explique: (a) os limites à redução da exposição ao risco através da diversificação; (b) uma diferença entre financiamento externo e interno; (c) a relação financiamento-investimento; (d) um papel econômico relevante para a falência e a insolvência; e (e) a existência de racionamento de crédito. O autor sustenta que *“fundamental uncertainty alone is adequate to generate these results”* (Crotty: 1996:349).

Com relação ao item (a) citado, o autor sustenta que uma economia não ergódica se caracteriza pela existência de risco sistêmico ou incerteza. Neste caso, é possível pensar que a incerteza possa ser diminuída até certo ponto pela diversificação, mas não é eliminável. Ademais, os próprios ciclos econômicos limitam esta possibilidade, quando em tempos de otimismo as expectativas tendem a se concentrar em torno a uma determinada previsão sobre os eventos econômicos futuros – isto porque uma posição que *ex ante* pareça diversificada e isenta de riscos, pode se mostrar arriscada e sujeita a perdas *ex post*. Isto implica que não há agente que possa fornecer proteção contra incerteza, uma vez que não pode sequer garantir sua própria situação de solvência em momentos de crise.

Para tratar dos itens (b) e (c) e sustentar que a incerteza fundamental é suficiente para explicar o porquê de fundos internos serem preferíveis a fundos externos e da relação entre financiamento e investimento, o autor expõe como exemplo um caso hipotético de uma empresa de capital aberto na qual isto ocorre. Neste caso, os administradores preferirão recursos internos aos externos porque o investimento produtivo é altamente ilíquido ao passo que fluxos de lucros são essencialmente incertos: isto determina que os administradores sejam *avessos ao risco*, já que têm a percepção de que um desempenho negativo da firma lhes custará o poder de administrá-la. Como a forma de financiamento (interno ou externo) terá uma influência direta nas conseqüências de um período de desempenho ruim – afinal, o uso de financiamento externo, por implicar obrigações fixas, num contexto de queda do fluxo de lucros, pode significar riscos maiores para empresa e para os administradores, do que o uso de recursos internos –, os administradores irão preferir os fundos internos, cuidando para que a relação ações-dívidas não alcance um ponto considerado demasiado elevado. Naturalmente, como salienta o autor, o grau de alavancagem da firma que pode ser considerado seguro é uma convenção e depende também do ciclo econômico, sendo portanto parcialmente endógeno. Tal como afirmado anteriormente, um grau seguro *ex ante* pode se provar inapropriado *ex post*, por gerar perdas para a empresa. Também é ressaltado que o investimento é relacionado à estrutura financeira neste caso, já que quanto menor o grau de alavancagem da firma, em função do que foi exposto, maior será o seu grau de investimento desejado.

Em quanto ao item (d), o autor salienta que “*the irreversibility of investment is likely to cause more extensive capital losses in bankruptcy than insider-outsider information asymmetries*” (Crotty, 1996:350-51). A irreversibilidade do investimento seria um dos axiomas centrais da teoria pós-keynesiana, sem o qual a incerteza perderia parte de sua importância analítica. Quando se considera esta irreversibilidade juntamente com o comportamento dos administradores das firmas, a possibilidade de falência será vista como algo desastroso pelos últimos, a ser evitado como prioridade máxima. Disto decorre que quando as expectativas dos agentes são desapontadas, as firmas mais comprometidas em financiamentos externos irão cortar os investimentos como forma de procurar evitar a insolvência ou a falência, ao mesmo tempo em que rentistas irão procurar se livrar de ativos de menor liquidez e mais sujeitos à incerteza. Os dois comportamentos são mutuamente estimulantes: ao mesmo tempo que a queda do investimento reduz os fluxos de caixa – aumentando a incerteza sobre os valores futuros dos ativos financeiros –, a maior preferência pela liquidez de rentistas irá aumentar os custos de capital – com efeitos negativos sobre o investimento. Para o autor fica clara, portanto, a fundamentação satisfatória da relação entre investimento e mercados financeiros com base na incerteza e irreversibilidade do investimento.

Por fim, no que diz respeito ao item (e), Crotty sustenta que ante a pergunta sobre se a incerteza fundamental é suficiente para explicar o racionamento de crédito, “[if] abstracting from the asymmetries inherent in fundamental uncertainty and simultaneously defining credit rationing as an asymmetric information induced phenomena (...) the answer is obviously no” (Crotty, 1996:352). Se, ao contrário, admite-se que a assimetria de informações está associada de forma inevitável à incerteza fundamental, então não há qualquer inconsistência em se pensar o racionamento de crédito dentro de um referencial teórico pós-keynesiano. Mais do que isso, Crotty afirma que a abordagem sobre racionamento de crédito pode ser enriquecida pelos *insights* desta escola. Por exemplo, ao passo que os Novos-Keynesianos explicam que a intensidade do racionamento de crédito depende do grau de alavancagem dos agentes econômicos, “only Post Keynesian theory can explain why borrowers repeatedly end up burdened with *ex post* excessive leverage” (p. 352, grifos do autor). Ademais, somente a teoria pós-keynesiana tem como explicar como o “racionamento através dos preços de mercado financeiro”, nas palavras do autor, pode também restringir o investimento produtivo. Isto porque numa expansão especulativa os ganhos esperados de ativos mais suscetíveis à especulação irão aumentar mais do que aqueles relacionados a ativos produtivos, donde decorre que “(...) [the] speculative demand for credit will drive up real interest rates to levels that force borrowers whose capital investment projects promise only ‘normal’ expected profitability out of the market” (p. 353).

Para finalizar sua exposição, Crotty admite que os Novos-Keynesianos tenham melhorado a qualidade analítica e empírica (além da relevância) do discurso do *mainstream*. Todavia, o autor acredita que “(...) it is important for Post Keynesians to temper their appreciation of the theoretical contributions of New Keynesianism with thoughtful and respectful criticism of its more serious analytical shortcomings” (p. 355). No que diz respeito, por sua vez, à compatibilidade entre as teorias pós e novo-keynesiana, assim como Dymski e Van Ees e Garretsen, o autor pode ser incluído no grupo tipo ii.

Fazzari e Variato (1996) fazem uma tréplica a Crotty, donde podemos retirar três breves discussões que articulam, relevantes para esta monografia – uma em defesa da consistência da teoria novo-keynesiana, outra sobre a necessidade ou não da assimetria de informações para uma teoria que explique de forma consistente restrições de natureza financeira ao investimento, e por fim uma acerca da complementaridade entre as teorias.

Em defesa da consistência teórica novo-keynesiana, os autores salientam que não acreditam que a assimetria de informações não possa ser tratada separadamente em relação à incerteza

fundamental, de um ponto de vista teórico (mesmo que eles insistam que no mundo real, as duas se encontram necessariamente ligadas). Em suas palavras:

“(...) We believe that it is possible, as a logical matter, to construct an environment with asymmetric information but without fundamental uncertainty, especially if the latter is associated with nonergodic stochastic processes. One aspect of the information structure concerns who knows what; another focuses on what is ‘knowable’. Asymmetric information means that individuals know different things. Yet the things they know may be determined by ergodic distributions without fundamental uncertainty. There can be asymmetric information even in the absence of fundamental uncertainty.” (Fazzari e Variato, 1996:360).

Os autores procuram salientar que isto não significa que considerem a assimetria de informações mais importante que a incerteza fundamental. Sua posição é a de que é empiricamente importante considerar ambas em conjunto, mas do ponto de vista teórico é relevante “isolar” a assimetria de informações da incerteza fundamental para se estudar seus efeitos econômicos de forma específica. No entanto, os autores não chegam a discutir a idéia de Crotty sobre o fato da incerteza “endógena”, nos termos de Dymski, ser incompatível com uma visão de um mundo ergódico, uma vez que implicaria não-ergodicidade.

Com relação à assimetria de informações como fundamentação para a relação entre financiamento e investimento, os autores fazem algumas concessões a Crotty. Estes salientam que ante a pergunta sobre se a assimetria de informações é ou não condição necessária e suficiente para a referida relação, elaboraram uma “questão pontual” – o que poderia causar uma recusa de um emprestador, ante um pedido de um tomador com um projeto de investimento que tenha um valor atual líquido positivo? Os autores admitem que se a pergunta se tornasse mais ampla e abarcasse o problema em termos gerais, a incerteza fundamental por si só, tal qual demonstra Crotty, seria pelo menos suficiente para explicar a relação entre mercado financeiro e o investimento produtivo.

No entanto, com relação à “questão pontual” levantada, associada à possibilidade de racionamento de crédito, os autores acreditam que a resposta é certamente que a assimetria de informações, *per se*, é *suficiente* para provocar este problema. Todavia, se esta é *necessária* para tal

racionamento, é uma questão mais controversa para os autores²³. Sem procurar concluir o debate, afirmam que embora não possam oferecer uma prova definitiva de que a assimetria de informações é necessária, tampouco acreditam que Crotty (1996) o tenha provado o contrário.

Finalmente, em relação à compatibilidade ou não entre as abordagens pós e novo-keynesiana, os autores mantêm sua posição de que há complementaridade entre ambas as teorias. No entanto, neste artigo, os autores adotam uma posição mais moderada em relação a este assunto: concordam com as críticas de Crotty a respeito dos limites da teoria novo-keynesiana, especialmente se comparada à visão pós-keynesiana, na qual há uma teoria dinâmica sobre o investimento, diferentemente do que foi desenvolvido na primeira escola. Mesmo concordando nesse sentido com Crotty, acreditam que o autor comete um exagero ao dar tanta importância ao que diz respeito às diferenças metodológicas e ao “núcleo central de hipóteses” das escolas. Para Fazzari e Variato, a escola novo-keynesiana tem um escopo muito mais limitado, cujo objetivo é estudar em detalhe aspectos específicos entre as firmas e os provedores de financiamento externo – por exemplo, a cobrança de um prêmio de risco cobrado por emprestadores, e a possibilidade de racionamento de crédito. Em suma, tal como afirmam os autores:

“(...) We continue to believe, as we stated in Fazzari and Variato (1994) that New Keynesian and Post Keynesian investment theories are complementary; we do not find them to be methodologically incompatible. Rather, their assumptions are chosen to illuminate different aspects of investment and finance (with the New Keynesian context being much narrower). Insights from both theories are likely useful for explaining the real-world path of investment” (Fazzari e Variato, 1996:364).

Ferreira Jr. (1998) se propõe realizar uma investigação acerca da compatibilidade (ou não), entre as escolas Pós e Novo-Keynesiana, focalizando-se em especial no lado minskyano da teoria pós-keynesiana. Antes de expor sua posição acerca do assunto, o autor anuncia uma tentativa de diálogo com Fazzari (1992), Fazzari e Variato (1994, 1996), Crotty (1996) e Dymski (1993, 1994).

O autor sugere que as críticas de Crotty e Dymski em relação à proposta de Fazzari e Variato estão associadas à contraposição entre incerteza e risco. Tal postura, na visão do autor, não é

²³ É interessante observar que Fazzari e Variato, nem no artigo em que respondem a Dymski (1994), nem no de resposta a Crotty (1996), comentam a sugestão feita por Dymski de que caso empréstador e tomador tivessem as mesmas informações sobre um projeto de investimento, mas interpretações distintas das mesmas, o racionamento de crédito poderia ocorrer.

apropriada para avaliar a possibilidade de compatibilidade ou não entre as duas escolas. Argumenta Ferreira Jr.:

“Dado que assimetrias de informações irredutíveis nos mercados de capitais geram um tipo de comportamento de aversão a riscos de falência por parte das empresas, há na teoria uma correlação positiva entre risco e incerteza [associada à assimetria de informações]. Ou seja, o risco seria o ‘custo’ por não se ter certeza quanto ao comportamento dos outros agentes [em função da assimetria de informações], como também de se tomar decisões em um ambiente sujeito a mudanças imprevisíveis [decorrentes de choques estocásticos e exógenos] (...).

No enfoque de Minsky, por sua vez, a idéia de risco parece estar diretamente relacionada ao grau de confiabilidade dos agentes econômicos quanto à probabilidade dos vários estados de natureza. Pelo menos em uma de suas possíveis interpretações, o grau de confiabilidade seria composto aditivamente pelos prêmios de desconfiança e risco, com ambos aumentando à medida que os agentes se sentem mais inseguros (...). (Ferreira Jr., 1998:8).

Mais adiante, após apresentar de forma sucinta as teorias pós e novo-keynesiana sobre investimento, o autor volta a tocar no tema:

“O ponto que queremos ressaltar é o de que, tanto em Stiglitz como em Minsky, não parece haver contraposição absoluta entre incerteza e risco, pois ambos entram na formação de preços. No caso do primeiro, em função de assimetrias de informações não redutíveis às simetrias entre os agentes, como custo marginal de falência ou prêmio de risco positivo. No segundo, como prêmio de desconfiança e de risco nos preços de oferta (P_I) e de demanda (P_K). Ou seja, não reside neste aspecto, na nossa leitura, o ponto crucial de divergência entre Stiglitz e Minsky” (Ferreira Jr, 1998:112).

Este autor, portanto, defende que como para ambos existiria uma relação direta entre incerteza e risco, “*a rigor, no tocante à presença de incerteza, as diferenças entre Stiglitz e Minsky não seriam suficientes para torná-los incompatíveis*”²⁴ (Ferreira Jr., 1998:8-9).

Apesar de discordar de Crotty e Dymksi neste aspecto, o autor também acredita que a proposta de complementaridade entre Pós e Novos-Keynesianos de Fazzari e Variato não é viável. O autor afirma que, diferentemente de Dymksi e Crotty, “*a incompatibilidade entre as abordagens de Stiglitz e Minsky reside nas diferenças de comportamento das empresas perante riscos ao longo do ciclo econômico*” (Ferreira Jr., 1998:9).

Ferreira Jr. ressalta que, por um lado, no caso de Stiglitz, as flutuações no investimento são decorrência de choques exógenos e estocásticos, que são propagados pela economia através do comportamento de agentes econômicos avessos a risco. Esta aversão, por sua vez (tal como visto neste trabalho, no capítulo 1.2) está diretamente associada a assimetria de informações tanto nos mercados de ações como nos mercados de crédito (o que implica o fato de que os dois mercados não são substitutos perfeitos), e à impossibilidade de diversificação e compartilhamento de riscos entre os agentes. Tal como sustenta Ferreira Jr., “*a implicação direta disto é que, para Stiglitz, a postura das empresas perante riscos não muda ao longo do ciclo econômico – tanto quando os choques levam ao boom, como à crise econômica*” (Ferreira Jr., 1998:9). Em contraste, no caso da teoria pós-

²⁴ Cabe notar, entretanto, que tal como visto na discussão sobre incerteza, no capítulo 2.1, a questão esboçada por Ferreira Jr. é bastante complexa. De fato, Carvalho (1988), um pós-keynesiano “fundamentalista”, afirma explicitamente que, embora certamente diferentes, os conceitos de incerteza e risco são complementares em Keynes.

É interessante observar que Ferreira Jr. não procura demonstrar o porquê de considerar que por “incerteza” e “risco”, os Pós e os Novos-Keynesianos se refiram exatamente à mesma coisa – e caso não se referissem, o contra-argumento de Ferreira Jr. a Crotty e Dymksi poderia vir a cair por terra. A esse respeito, Dymksi (1993) procura justamente diferenciar a incerteza keynesiana (fundamental) da “incerteza endógena” de Stiglitz. Infelizmente, Ferreira Jr. não discute esse ponto levantado por Dymksi.

Por outro lado, no que diz respeito à posição que Ferreira Jr. afirma que Crotty e Dymksi teriam, é relevante salientar que tanto Dymksi (1993, 1994) quanto Crotty (1996), mesmo se referindo a uma economia não-ergódica, referem-se algumas vezes a risco, num certo sentido. Não parecem querer defender a tese de que numa teoria pós-keynesiana para uma economia não ergódica, seja impossível que os agentes procurem estabelecer estimativas de risco em algumas circunstâncias, ou considerá-lo de alguma maneira (o que não implicaria dizer que inexistia a possibilidade de tensão entre as expectativas *ex ante* dos agentes e os eventos econômicos *ex post*). A respeito disto, uma passagem de Crotty (1996) pode ser esclarecedora:

“If economic activity remains stable long enough, agents may begin to develop such confidence in the truth-content of their forecasts of the future that the distinction between risky and uncertain expectations may become empirically irrelevant even under fundamental uncertainty for a limited [and unpredictable] period of time.” (Crotty, 1996:345, grifos do autor).

Assim, dizer que se contrapõem incerteza e risco (como uma percepção subjetiva dos agentes) na discussão de Dymksi e Crotty a respeito das diferenças e compatibilidade entre Pós e Novos-Keynesianos, não parece refletir exatamente a posição destes autores. De fato tal discussão gira em torno da hipótese de não-ergodicidade do objeto de estudo na escola pós-keynesiana, em contraposição à hipótese de ergodicidade ortodoxa – e as referências que os autores fazem a risco parecem consistentes com esta discussão, em seu contexto.

keynesiana de Minsky, as posturas mudariam ao longo do ciclo econômico, de forma (pelo menos parcialmente) endógena, e os ativos financeiros creditícios e acionários deveriam ter elevada substitutibilidade, sempre. Para o autor, são estes os motivos centrais da incompatibilidade entre as duas abordagens. Tal como diz ele:

“Em síntese, Minsky tem uma teoria das flutuações em que estas são endogenamente motivadas, através do papel inovador desempenhado pelo sistema financeiro e de agentes que mudam sua postura perante riscos ao longo dos ciclos econômicos. Stiglitz, por seu turno, procura explicar o mesmo fenômeno com uma teoria na qual os ciclos econômicos são motivados por choques exógenos de preços e endogenamente propagados por agentes avessos a riscos de falência, em função dos microfundamentos (assimetrias de informações e seus problemas de seleção adversa e risco moral) que caracterizam os mercados de capitais. Deste modo, as diferenças comportamentais entre os agentes econômicos perante riscos – a partir das influências que exercem o ambiente macroeconômico, no primeiro caso, e os racionamentos nos mercados de capitais em nível macroeconômico, no segundo – , representam o divisor de águas que torna impossível qualquer tentativa de síntese ou complementaridade entre as duas abordagens, a não ser descaracterizando ao menos uma delas”. (Ferreira Jr., 1998:155, grifo meu).

Em seguida, deixando ainda mais clara sua posição, afirma:

“Assim, em linhas gerais, discordamos de Fazzari quanto a que os microfundamentos dos novos-keynesianos, ao menos no ramo representados pela abordagem de Stiglitz, possam complementar a teoria de Minsky dos ciclos econômicos, sem comprometer a sua hipótese de instabilidade financeira (que depende de instituições financeiras inovadoras e agentes com comportamento risk loving). Do mesmo modo mostramos também que a introdução de um agente risk loving na teoria dos ciclos de Stiglitz só seria possível negando-se sua hipótese de assimetria de informações irreduzíveis nos mercados de capitais. Em outras palavras, as tentativas de complementaridade ou síntese de ambas as abordagens dos ciclos econômicos, seja de Stiglitz para Minsky ou vice e versa, representariam o comprometimento das hipóteses centrais dos dois modelos”. (Ferreira Jr., 1998:155).

Este último excerto deixa claro um aspecto interessante no contexto da discussão aqui realizada: diferentemente de Crotty, Dymski e Van Ees e Garretsen, Ferreira Jr. parece não acreditar ser possível que a teoria pós keynesiana possa absorver o conceito de assimetria de informações, sem conseqüências negativas para sua consistência interna.

É interessante notar, a título de comparação entre os autores aqui abordados, que Dymski (1993 e 1994) e Crotty (1996) se dão conta da questão levantada por Ferreira Jr. No entanto, para eles o fato da teoria pós-keynesiana ter características dinâmicas que explicam o ciclo econômico de tal forma que o comportamento dos agentes pode mudar ao longo do mesmo, não está de forma alguma associado a alguma impossibilidade de inclusão de aspectos da teoria novo-keynesiana, em particular da assimetria de informações. A incompatibilidade entre as duas teorias, para estes autores, decorre da incompatibilidade entre suas hipóteses a respeito da ergodicidade ou não-ergodicidade do sistema econômico, tal como já foi exaustivamente exposto.

Uma comparação mais profunda entre as posições de Dymski e Crotty e de Ferreira Jr. está fora do escopo de um trabalho monográfico, inclusive em função da notável complexidade do tema que circunda a discussão. Todavia, é interessante observar que tanto Crotty como Dymski salientam que as mudanças do comportamento dos agentes ao longo do ciclo são de alguma forma decorrentes da incerteza e convenções sociais, instituições, etc. – e não de hipóteses comportamentais acerca dos agentes (a respeito disto ver, por exemplo, Dymski, 1993:101). Desta forma, a questão apontada por Ferreira Jr. como causadora de incompatibilidade entre Pós e Novos-Keynesianos não somente foi tratada anteriormente pelos dois autores referidos, como também, no caso deles, *decorre* da existência de incerteza na economia, assunto ao qual Ferreira Jr. dá menor importância. E é nesse contexto que, tanto para Dymski como para Crotty, a exploração das assimetrias de informações dentro de um referencial teórico pós-keynesiano não implica quaisquer problemas.

Para finalizar, cabe ressaltar que Ferreira Jr. (1998) coloca, acerca da relação entre Pós e Novos-Keynesianos, outra questão, explorada também em Canuto e Ferreira Jr. (1999): para o autor, os “modelos heurísticos”²⁵ pós e novos-keynesianos são incompatíveis, tal como já foi afirmado. No entanto, compartilham a mesma “visão” da economia (num sentido schumpeteriano), dado que a

²⁵ Este conceito, retomado tanto por Ferreira Jr. (1998) como por Canuto e Ferreira Jr. (1999), é retirado de Vercelli (1991). Segundo este último, “*the heuristic model is a representation of the vision of a certain author in a sufficiently simplified and operative way to permit continuous direct control of the use, construction and revision of analytical models*” (Vercelli, 1991:5). Tal conceito ocupa, segundo este autor, uma posição intermediária entre as noções schumpeterianas de “visão” e “análise”, associados a algum determinado autor.

herdam de Keynes²⁶. Assim, Ferreira Jr. (1998) e Canuto e Ferreira Jr. (1999) podem ser incluídos no grupo tipo i, definido no início desta discussão.

Em suma, neste item foram apresentadas diversas posições acerca da compatibilidade ou incompatibilidade entre as teorias pós e novo-keynesiana, a partir dos artigos de Dymski (1992, 1993, 1994), Van Ees e Garretsen (1993), Crotty (1996), Fazzari (1992), Fazzari e Variato (1994, 1996), Ferreira Jr. (1998) e Canuto e Ferreira Jr. (1999). Foram definidos três tipos de grupos de autores, de acordo com suas posições acerca da compatibilidade entre as duas teorias. Como foi exposto, Dymski, Van Ees e Garretsen e Crotty, apesar de terem diferenças entre si, podem ser incluídos no grupo ii; Fazzari e Variato podem ser incluídos no grupo iii; e Ferreira Jr. e Canuto podem ser incluídos no grupo i.

²⁶ Ferreira (2003) rejeita categoricamente esta idéia. Ela salienta que, havendo diferenças *ontológicas* entre as teorias de Keynes (e dos Pós-Keynesianos) e dos ortodoxos (inclusive dos Novos-Clássicos), não é possível dizer que tenham a mesma "visão".

CAPÍTULO 4 – A CRISE ASIÁTICA SOB AS PERSPECTIVAS PÓS E NOVO-KEYNESIANA

Para a posterior avaliação da compatibilidade ou incompatibilidade entre as abordagens pós e novo-keynesiana sobre a crise asiática é preciso reproduzir aqui, de forma tão sucinta quanto possível, as abordagens destas duas escolas sobre a referida crise. Dado que o objetivo é, como já dito, avaliar a compatibilidade entre ambas, o foco da exposição será posto nas interpretações da crise, mais do que na crise em si. Assim, nesta parte serão apresentadas as perspectivas pós e novo-keynesiana – relacionada às assimetrias de informações – sobre a crise asiática, a partir da abordagem de dois autores com posições de destaque em cada uma das escolas de pensamento econômico – Joseph Stiglitz, da escola Novo-Keynesiana, e Jan Kregel, da escola Pós-Keynesiana.

Em primeiro lugar, será apresentada a perspectiva novo-keynesiana, com base em Stiglitz e Furman (1998) e Stiglitz e Greenwald (2004), e logo em seguida a perspectiva pós-keynesiana, a partir de Kregel (1998).

4.1 - STIGLITZ E A CRISE ASIÁTICA –A PERSPECTIVA NOVO-KEYNESIANA

Stiglitz e Furman (1998) fazem uma extensa discussão acerca dos principais elementos presentes nas diversas explicações sobre a crise asiática oriundas da ortodoxia, procurando estabelecer um diálogo com outras escolas ortodoxas e defender a perspectiva novo-keynesiana. Ao longo de sua exposição, procuram refutar teses de que a crise asiática tenha decorrido de inconsistências graves de políticas macroeconômicas (prévias à crise), fundamentos macroeconômicos débeis ou de corrupção e falta de transparência. É possível identificar uma crítica à rápida abertura e liberalização financeira (sem desenvolvimento de mecanismos importantes de supervisão e regulamentação) nos países asiáticos, como elementos fragilizadores daqueles países em relação a mudanças abruptas nos fluxos de capitais de curto prazo. No entanto, seu foco principal é nos resultados da utilização da taxa de juros como resposta à crise, em seus estágios iniciais. Tais pontos ficarão mais claros nos próximos parágrafos.

Os autores ressaltam a rápida mudança na percepção do Leste asiático pelo discurso econômico predominante – se antes da crise era um modelo a ser copiado por outros países em desenvolvimento, após a crise surgiram diversas críticas severas à evolução histórica dessas economias. Por exemplo, ganharam destaque diversos argumentos ligando a crise à corrupção e à falta de transparência supostamente existentes naquelas economias. Stiglitz e Furman, embora

favoráveis ao aumento da transparência, mostram-se extremamente céticos e críticos em relação a esse tipo de argumento que, transferindo a culpa pela crise às próprias economias em questão, desvia a atenção da importância que os mercados financeiros internacionais e a liberalização financeira tiveram na geração dos problemas ocorridos. Os autores procuram demonstrar que não há fundamento teórico ou empírico que possa colocar a falta de transparência como causa da crise asiática (e de crises financeiras em geral), mesmo quando em alguns casos específicos ela possa ter contribuído para a intensificação do racionamento de crédito²⁷ e da crise, quando esta já havia sido deflagrada. Isto é, embora em alguns casos pontuais (por exemplo, a falta de clareza dos balanços dos *cheabols* coreanos em alguns aspectos) a falta de transparência possa ter intensificado a crise, ela não pode ser enxergada como causa da mesma. De fato, os autores ressaltam que em termos gerais as economias daquela região não estavam distantes de um grau médio de transparência. Ademais, é ressaltado que não houve aumento da corrupção e da falta de transparência no período imediatamente anterior à crise.

Qualquer explicação consistente da crise deveria ser capaz de conciliar tanto os anos de “milagre” prévios à crise, como os desdobramentos posteriores à mesma. Assim, Stiglitz e Furman procuram entender a trajetória de tais países a partir de argumentos que sejam capazes de explicar tanto os anos de crescimento acelerado e desenvolvimento como a crise financeira e econômica ocorrida:

“There are three arguments that would potentially reconcile the East Asian miracle and the region's past stability with its present crisis: (1) the so-called East Asian system was ill-suited to cope with changes in the world around it, especially the increased integration of international capital markets, which increased vulnerability; (2) policies that worked well at an earlier stage of development were ill suited to a more advanced situation; and (3) the East Asian economies abandoned the policies that had served so well in the past. The most plausible explanations rely on some combination of these three hypotheses”. (Stiglitz e Furman, 1998:13).

Assim, com relação ao argumento (1) – de que o sistema do Leste asiático não estava preparado para lidar com as mudanças econômicas ocorridas na década de noventa – é ressaltado

²⁷ Isto não significa que, para os autores, a falta de transparência seja a causa fundamental do racionamento de crédito, ou que o aumento da transparência possa eliminar esse problema. Isto fica claro quando eles ressaltam que *“there is no general theory that says that greater transparency leads to more lending or less credit rationing (...)”* (Stiglitz e Furman, 1998:63).

que movimentos mais volumosos de capitais e maior correlação nos movimentos dos diversos mercados criam sérias dificuldades para as economias, especialmente no caso de países em desenvolvimento, tais como os do Leste Asiático. Países abertos se vêem cada vez mais vulneráveis a mudanças nos fluxos de capitais, à medida que investidores de países desenvolvidos diversificam seus investimentos.

Em relação ao argumento (2) – de que políticas que haviam funcionado bem em etapas anteriores do desenvolvimento das economias em questão não eram apropriadas para um estágio mais avançado – salienta-se que políticas que garantem alguma segurança em relação a certos riscos em países pequenos – como, por exemplo, a capacidade dos governos de absorver parte de choques econômicos através de mecanismos de crédito direcionado – tornam-se impraticáveis quando as economias se tornam maiores e mais complexas.

O argumento (3) – de que os países do Leste asiático abandonaram políticas que haviam funcionado bem no passado – está, por sua vez, relacionado à rápida abertura financeira feita nesses países: se historicamente possuíam sistemas financeiros altamente regulamentados, a abertura se deu em conjunto com uma perigosa flexibilização dessa regulamentação, contribuindo para a crise.

Para os autores, vinte anos antes da crise os países em desenvolvimento, inclusive os asiáticos, tinham sistemas financeiros altamente “reprimidos”. A abertura teve alguns resultados nefastos: deixou muitas instituições bancárias despreparadas para uma concorrência intensa com instituições estrangeiras; ao provocar uma queda nos lucros esperados dos bancos domésticos favoreceu um aumento do comportamento arriscado dos mesmos; e mais importante ainda, quando havia um mercado fechado, os bancos domésticos não teriam sido incentivados a desenvolver habilidades de monitoramento e avaliação de crédito, ao passo que uma vez feita a abertura essas habilidades não poderiam ser obtidas de forma instantânea pelas instituições bancárias. Adicionalmente, a crescente importância de derivativos e outros instrumentos financeiros complexos minaram ainda mais as habilidades dos bancos e supervisores.

A abertura financeira e o súbito e intenso influxo de capitais de curto prazo impuseram diversas dificuldades para as políticas macroeconômicas dos países do Leste asiático. Qual o melhor conjunto de políticas macroeconômicas e microeconômicas para evitar crises financeiras numa economia que foi submetida a uma abertura financeira é uma questão de difícil resposta, na opinião dos autores. Para piorar a situação, parecia não haver motivos para preocupações. Eles frisam que embora em retrospectiva seja possível identificar diversos problemas econômicos em alguns países daquela região (a ocorrência de déficits comerciais demasiado grandes, valorização da taxa real de

câmbio e concentração do investimento no setor de não-comercializáveis), os mesmos não eram fáceis de identificar no momento em que ocorreram.

O déficit comercial encontrado em certos países é, na abordagem de Stiglitz e Furman sobre o Leste da Ásia, uma questão extremamente delicada, uma vez que havia motivos aparentemente razoáveis para se acreditar que tal déficit não era tão grave. O déficit teria sido usado para cobrir um investimento ainda mais elevado do que a alta taxa de poupança doméstica daqueles países, cujo retorno esperado, baseado no crescimento anterior, era mais que suficiente para cobrir os custos dos fundos emprestados para tais fins. Havendo confiança elevada nos bons resultados que, segundo se espera, os mecanismos de mercado possam fornecer, os déficits poderiam ser enxergados como sustentáveis.

No entanto, os autores ressaltam quatro problemas associados à correlata acumulação de dívidas de curto prazo denominadas em moedas estrangeiras: em primeiro lugar, os tomadores individuais não levam em conta o risco de crédito que impõem para a economia como um todo; em segundo, o significativo aumento da probabilidade de crises decorrentes do endividamento de curto prazo significa que este endividamento implica externalidades sérias; em terceiro, a acumulação excessiva de dívidas privadas pode aumentar a probabilidade de um empréstimo de emergência (“*bailout*”) ou, ao menos, aumentar a probabilidade de que o governo tenha que incorrer em elevados custos fiscais para resolver problemas bancários; e em quarto e último lugar, o fato do mercado esperar que seja necessário um empréstimo de emergência implica risco moral, já que os agentes econômicos irão contrair dívidas de forma mais arriscada do que fariam se não esperassem auxílio. Ressalta-se que não somente era muito difícil para os governos do Leste asiático convencer a comunidade financeira de que não se envolveriam em empréstimos de emergência, como também seria ainda mais difícil fazer com que a comunidade internacional se comprometesse a fazer o mesmo.

No regime de câmbio fixo, a entrada de capitais leva a um aumento das reservas internacionais do banco central, que realiza diversas formas de “esterilização” para evitar um aumento na oferta de moeda doméstica, o que por sua vez leva a um aumento na taxa de juros interna. Isto, aliado à estabilidade cambial prévia, fez com que houvesse um aumento do influxo de capitais externos associado a dívidas de curto prazo sem cobertura cambial²⁸. Do intenso influxo de capitais externos decorreu uma expansão da demanda interna, que por sua vez provocou um aumento

²⁸ Stiglitz e Furman procuram justificar que tomadores avessos a riscos – que deveriam, portanto, ter procurado cobertura – também tenham se endividado de forma arriscada em função de uma falha de mercado: “*borrowers either believed that they knew better than the market, or were inhibited from obtaining insurance by the associated transaction costs*” (Stiglitz e Furman, 1998:24).

dos preços relativos dos não-comercializáveis (já que sua oferta é mais inelástica do que a dos comercializáveis), estimulando a alocação de investimentos naquele setor e, conseqüentemente, contribuindo para o aumento dos preços de ativos e para a bolha de preços no mercado de bens imobiliários (“*real estate*”). Desta forma, a capacidade de pagamento das dívidas de curto prazo contraídas no exterior ficou excessivamente atrelada ao desempenho de longo prazo do setor de não-comercializáveis, num caso grave de descasamento de moedas e prazos. Stiglitz e Furman procuram demonstrar, portanto, que o aumento da vulnerabilidade, embora resultado de decisões privadas, decorreu também de incentivos decorrentes das políticas macroeconômicas adotadas pelas autoridades dos países em questão.

É ressaltado pelos autores, entretanto, que as políticas cambial, monetária e fiscal dificilmente poderiam ter resolvido o conjunto de dificuldades das economias do Leste asiático. A relutância das autoridades em abandonar o regime de câmbio fixo ajustável é defensável em função do histórico de transições turbulentas entre regimes cambiais. Ademais, os incentivos para a procura por cobertura cambial não necessariamente aumentam com a adoção de regimes de câmbio flutuante. Mais do que isso, segundo os autores este regime cambial também pode estar associado a maiores influxos de capitais de curto prazo e da valorização ainda maior do câmbio real, se se trabalha com a hipótese expectativas irracionais, onde os investidores são atraídos pelos retornos elevados decorrentes da valorização dos ativos (por exemplo, imobiliários) e da taxa de câmbio. Ou seja, não havia regime cambial que, naquele momento, se mostrasse claramente melhor do que o outro. Exceto no caso da Tailândia, não havia razões para se considerar que os regimes cambiais da região fossem insustentáveis.

Estando a política cambial restringida, restariam as políticas monetária e fiscal. Com regime de câmbio fixo e plena mobilidade de capitais, a política monetária é endógena; com reservas finitas, está restrita ao limite das mesmas. A política fiscal, por sua vez, nos anos noventa foi orientada para a geração de superávits fiscais. Embora muitos economistas tenham defendido que os superávits deveriam ter sido ainda maiores, Stiglitz e Furman não consideram a política fiscal daqueles países equivocada, uma vez que a infra-estrutura pública devia ser expandida, inclusive pela necessidade de se manter os bons níveis de educação da população, considerados importantes responsáveis pelo crescimento de longo prazo da região.

Estando as políticas macroeconômicas sujeitas a restrições, restariam as políticas microeconômicas, em especial políticas reguladoras do setor financeiro. Os autores frisam que

políticas na linha dos padrões da Basileia²⁹ seriam desejáveis, mas insuficientes para evitar crises. Isto porque tais políticas talvez tivessem sucesso na redução da exposição dos bancos (restringindo, por exemplo, a tomada de empréstimos de curto prazo em moeda estrangeira para emprestar para investidores do setor de não-comercializáveis), mas os incentivos macroeconômicos fariam com que o setor corporativo procurasse diretamente (sem intermediação bancária) empréstimos no exterior, nas mesmas condições arriscadas. Logo, talvez políticas mais severas de controles de capitais e de empréstimos poderiam ter oferecido maior eficácia para a minoração dos riscos decorrentes do influxo de capitais de curto prazo.

Stiglitz e Furman (1998, 9-31) defendem, em suma, a tese de que os países asiáticos conduziram suas políticas econômicas de forma razoável, no seu contexto, embora não livres de alguns erros nas mesmas. A ocorrência da crise é relacionada, portanto, às dificuldades relevantes impostas pela abertura e desregulamentação financeiras. Em suas próprias palavras: “[i]f virtually all developing countries become vulnerable when they open their capital accounts, the presumption is that the problem is capital account convertibility (given the constraint that macroeconomic policy is never perfect), not macroeconomic policy” (*idem, ibidem*, p. 18). Procuram corroborar sua tese demonstrando de forma meticulosa que os modelos de crises financeiras disponíveis, à época, para os condutores de políticas econômicas, não indicavam que os países da região se encontrassem à beira de uma crise – especialmente porque a do Leste asiático não seguiu os padrões de crises anteriores. Tratar-se-ia de uma crise que não é o resultado inevitável de fundamentos macroeconômicos em processo de deterioração, ou da existência de motivos que poderiam estimular uma desvalorização da moeda. De fato, segundo os autores, “there is little evidence that real exchange rate appreciation played more than a very small role, if any” (*idem, ibidem*, p. 49). Stiglitz e Furman ressaltam que os modelos prévios à crise não são eficazes para prevê-la porque não se focalizam em variáveis de *fluxo* – em especial, variáveis ligadas à liquidez. Diferentemente, focalizam-se em variáveis associadas ao Estado (grau de endividamento, reservas, etc.), ligadas à solvência.

Um indicador presente em modelos posteriores à crise e que é relevante, na opinião dos autores, é a participação de dívidas de curto prazo nas reservas (“*ratio of short-term debt to reserves*”). Este indicador enfatiza que um país que possui mais dívidas de curto prazo do que reservas pode sofrer uma crise auto-realizável de balanço de pagamentos, caso seus credores se

²⁹ Os autores se referem ao primeiro Acordo da Basileia (de 1988), cujos signatários se comprometem a estabelecer exigências mínimas de reservas de capital contra os riscos dos ativos das instituições bancárias, segundo diferentes classes de risco (isto é, exigências maiores se referem a ativos classificados como mais arriscados).

recusem a rolar as dívidas. Seu poder de previsão em relação à crise asiática é sensivelmente maior do que o de modelos anteriores. Assim, os autores salientam que é muito possível que dívidas de curto prazo maiores do que as reservas podem ser suficientes para provocar uma crise – embora não representem um fator necessário, tal como no caso da Malásia, que adotou políticas prudentes em relação às dívidas de curto prazo. Para Stiglitz e Furman, este fator é importante por quatro motivos: em primeiro lugar, está relacionado à liquidez; em segundo, uma situação na qual este indicador apresenta um valor elevado pode ser sinal de políticas macroeconômicas ou reguladoras imprudentes; em terceiro lugar, tal indicador está relacionado à vulnerabilidade de um país a uma saída auto-realizável de capitais; e em quarto e último lugar, este indicador pode servir como “*sunspot*” que coordena investidores a seguirem para um equilíbrio “ruim” do balanço de pagamentos (se se pensa em um modelo de equilíbrios múltiplos). Para os autores, “*while there may be no necessary connection between the ratio of short-term foreign liabilities to reserves and the likelihood of a crisis, it is clear that if a crisis does occur, it will be far more severe if a country does not have reserves to meet these short-term obligations*” (Stiglitz e Furman, 1998:53).

Os autores realizam, para finalizar o artigo, uma discussão sobre as respostas que podem ser adotadas frente a uma crise financeira e cambial, sua adequação frente às circunstâncias e suas conseqüências. Em termos gerais, a questão colocada é se um aumento na taxa de juros é uma política eficaz para garantir a estabilidade da taxa de câmbio no curto ou no longo prazo com resultados positivos no longo prazo, ou se é ineficaz e decorre em aprofundamento da desvalorização cambial e da crise.

Nos modelos convencionais (ortodoxos, mas não novo-keynesianos), um aumento da taxa de juros torna mais interessante investir num certo país e, se a taxa de câmbio futura permanece inalterada, a taxa de câmbio presente se aprecia. Se a taxa de câmbio futura sofre influências da taxa de juros presente, o movimento da taxa de câmbio presente dependerá desta influência favorecer ou não as expectativas de ganho dos agentes. Stiglitz e Furman salientam que num modelo alternativo, um aumento da taxa de juros presente afetará a probabilidade de falência e o grau de incerteza. Isto implica que o retorno esperado deverá incluir também a probabilidade de inadimplência, que é uma variável endógena, e um prêmio de risco (que depende do grau de aversão ao risco dos agentes), ambas funções crescentes da taxa de juros.

Geralmente, na visão convencional, um aumento temporário das taxas de juros pode defender permanentemente a taxa de câmbio. Isto porque ou a taxa de câmbio está sofrendo os efeitos um choque temporário, após o qual a elevação dos juros não é mais necessária, ou porque mesmo quando o choque é permanente, o aumento temporário dos juros causará ou propiciará efeitos

permanentes sobre o câmbio. Neste segundo caso, há três possibilidades: em primeiro lugar, os efeitos da taxa de juros são temporários, mas propiciam tempo para a realização de reformas que possam fortalecer o câmbio; em segundo lugar, o aumento da taxa de juros pode servir para “sinalizar” a disposição do governo de proteger o câmbio; por último, no caso de equilíbrios múltiplos, a taxa de juros pode servir para coordenar os agentes em direção a certo equilíbrio desejado.

O ponto central levantado por Stiglitz e Furman é que tais modelos convencionais não são apropriados para as circunstâncias asiáticas – afinal, em países onde as políticas fiscais tinham um histórico de prudência, contrações da política monetária (e fiscal) iriam apenas aprofundar as recessões que seguem uma crise financeira e cambial, aumentando a probabilidade de falência e a incerteza³⁰, e reduzindo a atratividade do país a capitais externos; por outro lado, a utilização da política monetária como sinalização para o mercado poderia ter efeitos contrários aos desejados, se o mercado acreditasse que os problemas não são de natureza macroeconômica e que as autoridades estão portanto equivocadas nas suas respostas à crise; e finalmente, ressalta-se que qualquer coisa, em princípio, pode servir como coordenador do mercado, donde decorre que o governo deveria escolher um mecanismo que não tivesse conseqüências negativas para o equilíbrio a ser alcançado (causando, por exemplo, aumento na probabilidade de falência). Os autores procuram provar empiricamente que os efeitos do uso da taxa de juros para sustentar a taxa de câmbio são muito diferentes em países que passaram por processos inflacionários intensos (em especial, o caso da América Latina) e países com políticas macroeconômicas consideradas responsáveis (o caso dos países do Leste asiático), sendo que nestes últimos a taxa de juros não foi eficaz para conter a desvalorização.

O modelo alternativo apresentado é o novo-keynesiano, no qual a taxa de juros irá afetar de forma negativa uma economia que sofreu uma crise cambial e financeira – podendo provocar, no longo prazo, uma desvalorização cambial ainda maior, pelo aumento da probabilidade de inadimplência. Através desse modelo, pode-se constatar que o aumento da taxa de juros levaria a diversas conseqüências indesejáveis e interligadas. Stiglitz e Furman destacam seis (que não necessariamente se darão na ordem a seguir apresentada).

Em primeiro lugar, dá-se uma queda no patrimônio líquido dos devedores, o que os leva a contrair o investimento, o emprego, os estoques e a produção. O aumento dos juros também leva a uma queda no valor dos ativos, prejudicando ainda mais o valor dos bancos. Se isto ocorre numa

³⁰ Stiglitz nunca especifica o tipo de incerteza ao qual se refere, mas como visto no capítulo 3, é uma incerteza endógena decorrente da assimetria de informações.

economia fechada, os autores ressaltam que os agentes favorecidos pela transferência de renda (credores líquidos) não irão agir de forma a contrabalançar o comportamento contracionista dos perdedores; se ocorre numa economia aberta, onde há pagamentos líquidos ao exterior sendo realizados, haverá um impacto na riqueza real da economia como um todo.

A segunda consequência é que firmas que tenham seu patrimônio líquido demasiado comprometido poderão falir, o que tem efeitos desestabilizadores graves, mesmo quando há boas leis de falência. A falência de devedores tem impactos negativos sobre o patrimônio líquido dos credores, em especial quando se trata de instituições financeiras. De forma geral, falência e efeitos sobre o patrimônio líquido tendem a ser especialmente elevados onde a relação dívida-capital próprio é muito alta, tal como no caso da Coréia. Um problema relevante que decorre de falências é que o capital organizacional das firmas falidas é destruído, e leva muito tempo para ser reconstruído.

Em terceiro lugar, salienta-se que na presença de leis de falência, uma queda do patrimônio líquido de firmas pode fazê-las passar a agir de forma arriscada, numa típica situação de risco moral. No caso de sistemas financeiros pouco regulados isto tende a ser um problema grave e amplo.

Em quarto, à medida que instituições financeiras entrem em falência e bancos diminuam os empréstimos, o crédito pode se tornar fortemente restringido. O “*credit crunch*” irá intensificar a recessão. Assim, com fontes externas de financiamento restringidas, e fontes internas (lucros) mínuas, as firmas encontrarão dificuldades para expandir seus investimentos.

Em quinto, se por natureza as informações referentes à estrutura de ativos de uma firma são quase sempre imperfeitas, um aumento na taxa de juros as torna ainda mais imperfeitas. Logo, intensifica os entraves em relação a uma boa alocação de recursos (empréstimos) existentes na economia, donde pode decorrer um racionamento de crédito mais intenso. Além disso, à medida que firmas e bancos vão à falência, há uma perda de capital informacional – ou seja, perdem-se tanto as informações altamente específicas que bancos possuem acerca de seus devedores, como as que firmas possuem sobre seus fornecedores e clientes. Por exemplo, isto faz com que ex-clientes de bancos falidos não obtenham, com outros bancos, crédito com a mesma facilidade que obtinham com seu banco habitual. Estas informações específicas levam tempo para ser reconstruídas.

Estas primeiras cinco consequências negativas do aumento nos juros apresentadas estão relacionadas com o que foi apresentado no primeiro capítulo. Stiglitz e Furman acrescentam mais uma, relativa às circunstâncias específicas de uma economia aberta (inclusive a conta de capitais). Assim, em sexto lugar, as mudanças nos preços de ativos já mencionadas provocam uma realocação de carteiras de investidores. Os autores defendem que o efeito conjunto do aumento da inadimplência (e o consequente aumento na percepção de risco) e a queda dos valores dos

patrimônios líquidos (com aumento da aversão ao risco) fará com que o valor do capital humano caia e com que a variância de seus retornos aumente. Assim, *“since the return on domestic assets is highly correlated with that on human capital, the desire for diversification will lead to a portfolio shift away from domestic assets”* (Stiglitz e Furman, 1998:84). Esse abandono dos ativos domésticos em direção a outros também decorre de movimentos de capitais domésticos, num processo de “fuga de capitais”. Os autores justificam esta fuga de capitais domésticos em direção a ativos externos como decorrência das informações melhores que os investidores domésticos possuem em relação a ativos domésticos. Esta tendência geral é ainda exacerbada quando espera-se que os países devam incorrer em impostos mais altos para pagar dívidas, especialmente se o governo assume a responsabilidade por dívidas privadas.

Se em Stiglitz e Furman (1998) a crítica às instituições multilaterais que estimularam a adoção de taxas de juros elevadas – como resposta a sinais considerados prenúncio de uma crise no Leste asiático –, desconsiderando a importância do sistema de crédito da economia, está subjacente à discussão realizada, em Stiglitz e Greenwald (2004) ela se torna explícita. Isto fica claro, por exemplo, já na apresentação dos objetivos da exposição realizada:

“Aqui, queremos nos concentrar em como um conjunto de teorias monetárias levou a políticas sistematicamente erradas, convertendo o que poderiam ter sido recessões comuns em recessões e depressões profundas. A falha essencial relacionou-se ao não reconhecimento do papel central do crédito e das instituições que fornecem crédito”. (Stiglitz e Greenwald, 2004:359, grifo meu).

Stiglitz e Greenwald (2004) defendem exatamente as mesmas idéias apresentadas em Stiglitz e Furman (1998). No entanto, desta vez o discurso é menos moderado, e a posição dos autores é tratada de forma mais clara e direta. As instituições multilaterais são responsabilizadas por transformar uma recessão do Leste asiático numa crise do Leste asiático.

O discurso de Stiglitz, Furman e Greenwald sobre a crise asiática pode ser sintetizado mais claramente a partir de Stiglitz e Greenwald (2004). A abertura e desregulamentação financeira (fruto inclusive das pressões de instituições multilaterais) que deixou os países expostos a fluxos de capitais de curto prazo, levou a uma situação macroeconômica extremamente difícil de resolver. Nesta se deu um estímulo ao sobreendividamento dos agentes, cujos recursos foram intensamente canalizados para o setor de não-comercializáveis. Isto poderia ou não levar a uma crise cambial. A profecia auto-realizável de que poderia ocorrer uma crise naqueles países (estimulada inclusive pela

súbita mudança no discurso de observadores notáveis acerca da situação asiática), independente da existência ou não de fundamentos econômicos fracos, coordenou os agentes no sentido de provocar uma intensa saída de capitais dos países do Leste da Ásia.

Desse ponto em diante, a atuação das instituições multilaterais (em especial o FMI), ao focalizar os esforços de curto prazo num aumento acentuado da taxa de juros (ao passo que para o longo eram propostas reformas econômicas) intensificou significativamente a crise. Stiglitz e Furman (1998) e Stiglitz e Greenwald (2004) ressaltam a falta de coerência interna dos planos do FMI. As reformas propostas (que consistiam essencialmente num aumento da transparência, inclusive nos mercados financeiros) eram de implementação muito mais demorada do que propostas mais convencionais de aumento nos superávits fiscais (que as economias asiáticas já perseguiam) – e em decorrência, a expectativa de longo prazo dos investidores não era de que haveria uma revalorização cambial consistente. Pior do que isso, o aumento da taxa de juros não somente aumentou o risco de inadimplência, como também levou muitas firmas e instituições bancárias para a falência, com as conseqüências já citadas anteriormente. Vistas da perspectiva novo-keynesiana, as conseqüências de uma desvalorização cambial adicional à inicial seriam muito menos negativas de que as de um aumento da taxa de juros.

4.2 – KREGEL E A CRISE ASIÁTICA – A PERSPECTIVA PÓS-KEYNESIANA

Kregel (1998) procura defender que a crise do Leste asiático foi uma crise de deflação de ativos, que pode ser satisfatoriamente enquadrada nos moldes da teoria de Hyman Minsky. Segundo Kregel, *“the asian financial crisis is doubly unfortunate, first of all because it has set income and wealth levels in these countries back some ten years (...) [and second] because had Hy Minsky been alive to point out to policy makers that they were dealing with a debt deflation the worst excesses might have been prevented”* (Kregel, 1998:1).

O modelo utilizado por Kregel é basicamente o mesmo apresentado no capítulo 2, com um acréscimo: dado que se trata de economias com conversibilidade da conta de capitais, unidades endividadas no exterior poderão sofrer uma deterioração de sua posição (de coberta para especulativa, ou de especulativa para “ponzi”) não somente em decorrência de aumentos nas taxas de juros, como também em decorrência de desvalorizações cambiais. Assim, a fragilidade do sistema financeiro aumenta tanto no caso de um aumento exógeno ou endógeno nas taxas de juros, como num caso de uma desvalorização cambial exógena ou endógena. Evidentemente, a economia também pode passar endogenamente para níveis de maior fragilidade financeira, quando for o caso

de períodos prolongados de expansão econômica, quando os agentes podem reduzir suas margens de segurança a partir de expectativas positivas sobre o futuro, tanto no que diz respeito a possíveis aumentos de juros, como com relação a possíveis desvalorizações cambiais (inesperadas após longos períodos de estabilidade cambial).

O autor ressalta que no caso dos bancos, variações nas taxas de câmbio e juros irão ter os mesmos efeitos, mas numa situação mais delicada. Não bastasse os bancos se encontrarem, na melhor das hipóteses, numa posição especulativa, variações naquelas taxas modificam a qualidade de seus empréstimos, modificando sua própria classificação de crédito e levando-os a pagar *spreads* mais elevados ao mesmo tempo em que são sujeitos a mais inadimplência. Nas palavras de Kregel:

“(...) [T]his same reasoning can be applied to domestic banks that are allowed to borrow and/or lend in international capital markets. They will require higher cushions of safety to cover the possibility of changes in international interests rates or the exchange rate. But, a bank is in an even more exposed position. A rise in interest rates and a depreciation of the exchange rate not only reduces the present value of its domestic cash flows (represented by the interest payments received from its outstanding domestic loans) and increases the costs of its foreign funding, it also reduces the credit quality of its loans and reduces its own credit rating. It will thus have to pay higher credit spreads on its international funding which it will be unable to recover through higher interest rates charged on its domestic clients. If the change in rates is sufficiently large banks may also find themselves suddenly in the condition of a Ponzi unit in which cash inflows no longer cover cash outflows, and the value of assets no longer provides cover for its liabilities for any future date. The net present value of the bank falls below zero and it becomes technically insolvent” (Kregel, 1998:4).

Na sua análise sobre a crise do Leste asiático, Kregel dá importância central, inicialmente, a dois fatores: a abertura da conta de capitais e as modificações nos diferenciais existentes entre as taxas de câmbio e juros dos países asiáticos, Estados Unidos e Japão. Em uma economia internacional onde os fluxos de capitais se tornam cada vez mais volumosos e os mercados financeiros mais interdependentes, a consideração dos impactos de mudanças na política monetária deve ser estendida às políticas monetárias dos maiores emprestadores internacionais. Um fator adicional que exacerbou consideravelmente a crise foi o conjunto de condições impostas pelas

agências multilaterais, para a realização de empréstimos aos países asiáticos em crise ou em risco de sofrer crises.

De uma forma geral, quando os contratos de dívidas entre unidades de dois países distintos definem algum tipo de reajuste de taxas de juros em períodos curtos, modificações na taxa de juros do país do credor irão se converter rapidamente em um aumento dos fluxos de caixa destinados pelo devedor aos seus credores, diminuindo as margens de segurança daquele. Se essa mesma modificação da taxa de juros leva, ainda, a uma depreciação ou desvalorização da taxa de câmbio da moeda doméstica em relação à estrangeira, as obrigações do devedor em relação ao credor medidas em moeda nacional aumentam, e diminuem ainda mais as margens de segurança do devedor. Se o governo doméstico procura fazer frente à tendência de desvalorização ou depreciação da taxa de câmbio de sua moeda através de um aumento da taxa de juros doméstica, os custos de financiamento interno aumentarão, ao mesmo tempo em que fluxos de caixa positivos das unidades irão diminuir em decorrência da queda na demanda agregada. Isto levará a um aumento da fragilidade financeira, com as firmas passando a posições especulativa e “*ponzi*”. Nesse ponto, a fragilidade pode se tornar instabilidade e crise se os bancos estrangeiros se recusarem a aumentar os empréstimos para cobrir insuficiências de recursos das unidades no pagamento de suas obrigações correntes. Assim, as firmas podem buscar um maior montante de recursos em divisas estrangeiras através do aumento de suas vendas ao exterior, o que analogamente ao exposto no capítulo 2, levará uma queda de preços nos mercados internacionais. Contrações nas operações domésticas também serão problemáticas, pois deterioram ainda mais a demanda agregada. Haverá impactos significativos tanto no sistema financeiro doméstico como nos bancos estrangeiros, de tal forma que se não possuem margens de segurança suficientemente grandes, a situação poderá derivar para uma instabilidade sistêmica global.

No caso específico das economias do Leste asiático há, como já dito, dois mercados estrangeiros extremamente relevantes, os EUA e o Japão. No começo da década de 90, criou-se um certo arranjo no qual as economias do Leste da Ásia passaram a manter certa estabilidade de suas taxas de câmbio em relação à moeda norte-americana, de tal forma que a forte valorização do Yen japonês em relação ao Dólar significou uma também forte valorização da moeda japonesa em relação às moedas dos tigres asiáticos. Naturalmente isto decorreu num aumento nos fluxos de caixa relativos às obrigações de tomadores de empréstimos destes países em relação aos seus credores japoneses, mas isto era mais do que compensado pelos ganhos referentes ao aumento de exportações para o mercado japonês, que aumentou seu *outsourcing* em relação aos demais países asiáticos. O

capital japonês fluía para o mercado do Leste asiático não só na forma de empréstimos, como também de investimentos diretos.

A partir do momento em que começou a haver uma nova desvalorização do Yen em relação ao Dólar, ao mesmo tempo em que as taxas de juros japonesas alcançavam níveis extremamente baixos, fluxos de capitais de curto prazo passaram a direcionar-se para as economias do Leste da Ásia, na expectativa de ganhos decorrentes tanto de seus juros mais altos, como também da valorização relativa destas moedas em relação ao Yen. Ao mesmo tempo em que os tigres implementavam liberalizações financeiras em suas economias, eram criadas praças financeiras “*offshore*” para intermediar o fluxo de capitais estrangeiros para a região. Estas praças facilitaram expansões significativas nos empréstimos domésticos, a partir dos fluxos de capitais estrangeiros de curto prazo. Por outro lado, a valorização das moedas destes países em relação à moeda japonesa, intensificada ainda mais pela entrada de capitais de curto prazo japoneses, levou a uma crescente perda de competitividade das exportações em relação à produção japonesa, donde resultou que as exportações do Leste asiático passaram a depender cada vez mais do mercado norte-americano. A China, cujas exportações relativas a bens intensivos em trabalho e tecnologia passaram a competir fortemente com as exportações dos tigres, favoreceu uma queda nos preços destes bens. Ao passo que os balanços de pagamentos dos países do Leste da Ásia se deterioravam, as taxas de câmbio eram mantidas valorizadas pela ação dos capitais de curto prazo.

Para o autor, dois fatores provocaram uma inversão intensa nos fluxos de capitais de curto prazo destinados aos tigres asiáticos. Em primeiro lugar, a maior companhia financeira tailandesa (a Finance One), ao não receber ajuda do banco central tailandês, ficou em evidência e chamou a atenção do mercado para os comportamentos diferentes do setor real e do setor financeiro. Em segundo lugar, difundiram-se expectativas (exógenas) sobre uma suposta recuperação da economia japonesa, que estaria em curso na primeira metade de 1997. Isto levou a uma aposta bastante generalizada no aumento da taxa de juros japonesa e na valorização do Yen.

É importante considerar a importância que a certa estabilidade cambial na região teve para a fragilidade financeira. Diz Kregel:

“The fact that exchange rates had remained generally stable relative to the dollar for so long clearly led to a reduction in margins of safety for both borrowers and lenders, domestic and international. And it is clear that this stability was self-reinforcing: the longer exchange rates remained stable, the higher the market considered the probability that they would remain so; the more funds international investors were

willing to commit at lower margins of safety the higher were foreign exchange reserves which appeared to increase margins of safety. The capital inflows that kept the currencies stable this implicitly increased fragility. They also decreased the ability to finance the commitments on those flows by reducing the competitiveness of manufacturing exports.” (Kregel, 1998:10).

Com a reversão de fluxos de capitais de curto prazo, não somente ficou claro que as margens de segurança dos tomadores de empréstimos e emprestadores eram pequenas, como também outros problemas – falências recentes de bancos e corporações, déficits em conta corrente, elevadas taxas de juros reais, etc. – passaram a ser fontes de preocupações para os investidores.

A primeira reação dos governos e de seus bancos centrais foi procurar defender a taxa de câmbio mas, à medida que a intensidade dos ataques especulativos às moedas se mostrou relevante e foi reconhecida a importância de recuperar a competitividade das exportações, as taxas de câmbio foram desvalorizadas em relação ao Dólar. No entanto, essa desvalorização atingiu diretamente as já combatidas margens de segurança das unidades, de tal forma que *“a policy which seemed sensible from the point of view of international currency markets, did not prove to be successful domestically”* (Kregel, 1998:11). O autor ressalta que não somente firmas e bancos foram arrastados a posições *“ponzi”*, como também a desvalorização incentivou, ao invés de desestimular os especuladores.

Se num primeiro momento da crise os governos agiram considerando seus fundamentos macroeconômicos como sendo sólidos ou em processo de melhoria, à medida que a taxa de câmbio não foi estabilizada com sucesso, as taxas de juros foram elevadas a níveis punitivos. Todavia, esta medida, ao atingir mais uma vez as unidades endividadas, atingiu novamente o câmbio e os preços internacionais: firmas e corporações, tendo em conta a possibilidade de maiores aumentos na taxa de juros e desvalorizações cambiais, procuraram saldar o máximo possível de suas dívidas em divisas estrangeiras; bancos domésticos e corporações passaram também a especular contra a moeda doméstica; e liquidações de estoques de ativos, tendo por objetivo levantar fundos para cumprir com obrigações, passaram a gerar maiores pressões sobre a taxa de câmbio e o preço dos ativos. Deu-se, destarte, um processo de deflação de ativos.

A atuação do FMI na crise asiática também é criticada por Kregel. É salientado que esta instituição considerou que o problema daquelas economias fosse decorrente de empréstimos excessivos e práticas bancárias arriscadas, provocando uma deterioração do balanço de pagamentos. Em função disto, buscou-se melhorar as condições do balanço de pagamentos através do aumento de

exportações e redução das importações. Para tanto, a queda das importações e a manutenção da taxa real de câmbio desvalorizada (em função de uma inflação baixa) foram perseguidas através de políticas monetária e fiscal contracionistas. Ademais, instituições financeiras que não cumpriam certos padrões de exigência foram fechadas. Além do aumento das exportações líquidas, tais medidas deveriam resultar no retorno dos capitais de curto prazo.

As medidas do FMI, segundo a avaliação do autor, foram capazes de piorar as circunstâncias das economias do Leste da Ásia. São citados três fatores que provocaram isto: em primeiro lugar, a fuga de capitais fez com que unidades precisassem substituir suas dívidas de curto prazo por dívidas domésticas, a juros muito mais elevados; em segundo lugar, com uma deterioração da demanda global pela produção daquelas economias, as firmas se tornaram mais dependentes da demanda doméstica, em queda naquele momento, por consequência das políticas contracionistas; em terceiro lugar, muitas dívidas foram contraídas sem cobertura cambial e portanto deveriam ser pagas em divisas estrangeiras, justamente num momento em que as exportações passavam por uma piora em suas condições. Este último ponto deve ser esclarecido. A despeito da desvalorização cambial a princípio favorecer a obtenção de maiores exportações, as unidades endividadas tinham passado a liquidar estoques para gerar divisas e pagar suas dívidas contraídas no exterior. Assim, os preços internacionais das exportações sofreram reduções importantes, ao passo que as importações ficaram mais caras em moeda doméstica. Em função disto, apesar de ter havido um aumento das exportações em *quantum*, o autor sustenta que a queda nos preços mais do que compensou aquele aumento, o que em outras palavras significa uma deterioração nos termos de troca. Ademais, as políticas implementadas aumentaram os custos de financiamento comercial, de tal forma que a capacidade de exportação de muitas firmas foi penalizada pela dificuldade de obter crédito para manter suas operações correntes.

Por todos estes motivos, o autor salienta que a reação dos investidores internacionais de não restaurar os fluxos de capitais para as economias do Leste asiático foi perfeitamente racional, já que previu não somente os efeitos negativos de uma deflação de ativos, como também os de políticas flagrantemente equivocadas.

CONCLUSÃO

Esta monografia pretende responder a seguinte questão: as abordagens pós e novo-keynesiana sobre a crise asiática são compatíveis? Desta, pode decorrer outra questão complementar: se o são, que tipo de compatibilidade existe entre ambas?

À primeira vista, as duas abordagens sobre a crise asiática apresentadas no capítulo anterior dão margem a uma resposta bastante otimista, no sentido da compatibilidade. Há pelo menos três pontos que são abordados tanto pelos Pós como pelos Novos-Keynesianos, como sendo centrais para a explicação da crise asiática.

Em primeiro lugar, dá-se grande importância à abertura financeira como fator de aumento da vulnerabilidade daquelas economias, em especial aos fluxos de capitais de curto prazo. Em ambas abordagens tal abertura impõe desafios significativos à condução da política macroeconômica dos países considerados, e torna possível que firmas adotem posições excessivamente alavancadas. Em segundo lugar, enfatiza-se o equívoco das políticas monetária e fiscal impostas pelo FMI para enfrentar o primeiro momento de crise, com especial ênfase nos resultados desastrosos que num segundo momento são decorrentes de um aumento intenso da taxa de juros. O terceiro ponto está também relacionado ao segundo: trata-se da importância das condições financeiras e bancárias da economia, que se modificam com a taxa de juros.

No entanto, é preciso ter muito cuidado com tais semelhanças, pois elas podem levar a uma resposta equivocada para a questão exposta acima. De fato, é digno de nota que esses três aspectos estejam presentes de forma privilegiada tanto na análise de Stiglitz como na de Kregel, mas isto não pode deixar de ser considerado à luz das diferenças de modelos teóricos utilizados pelos dois autores, de acordo com discussão feita no capítulo 3. Ao mesmo tempo, numa leitura um pouco mais atenta das duas abordagens, é possível identificar diferenças não desprezíveis entre ambas.

Primeiramente, pode-se detectar duas abordagens distintas sobre os determinantes do elevado grau de endividamento das empresas asiáticas. Kregel trata desse ponto de acordo com a teoria de Minsky – as unidades aumentam seu grau de endividamento em relação às suas receitas em momentos de otimismo, tal qual mostrado nos capítulos 2 e 3. As expectativas são otimistas e o crédito é abundante a custos baixos no mesmo momento em que as unidades estão dispostas a reduzir suas margens de segurança. Isto também é relacionado às baixas taxas de juros do Japão e à desvalorização de sua taxa de câmbio em relação aos países do Leste asiático, que se tornaram, conseqüentemente, bons destinos para os fluxos de capitais de curto prazo. O surgimento de praças

financeiras “*offshore*” naquela região, dispostas a canalizar esses fluxos de capitais para as economias domésticas, tornou esse processo mais fácil.

Stiglitz, por sua vez, não assume uma posição tão explícita a esse respeito. Em Stiglitz e Greenwald (2004) o tema não é abordado, enquanto que em Stiglitz e Furman (1998) fala-se tanto em modelos baseados em expectativas racionais como irracionais (de acordo com a classificação ortodoxa), embora os autores pareçam se inclinar para o uso de modelos com expectativas racionais.

O endividamento excessivo nesta abordagem é insistentemente associado, por um lado, à abertura da conta de capitais. Como dito, afirma-se que o influxo de capitais forçou as autoridades monetárias a esterilizar os mesmos, o que aumentou o diferencial entre a taxa de juros interna e externa, ao mesmo tempo em que os agentes esperavam uma estabilidade da taxa de câmbio. Mesmo agentes avessos ao risco se endividaram sem cobertura cambial, dado que “*borrowers either believed that they knew better than the market, or were inhibited from obtaining insurance by the associated transaction costs*” (Stiglitz e Furman, 1998:24) – ou seja, tal endividamento sem cobertura foi consequência de falhas de mercado. Houve também um problema de incentivos e assimetria de informações, ligado ao endividamento excessivo: a partir de certo ponto, os agentes passaram a esperar que houvesse um empréstimo de emergência (“*bailout*”), agindo de forma irresponsável – um caso claro de risco moral (ver Stiglitz e Furman, 1998:19-20). O endividamento excessivo de cada agente é visto como uma externalidade que prejudica a economia como um todo. Por outro lado, argumenta-se que os agentes econômicos esperavam retornos elevados para seus investimentos, quando na verdade a produtividade marginal do investimento era decrescente, e também havia custos e imperfeições de mercado ligadas à seleção, instalação e monitoramento dos novos investimentos (ver Stiglitz e Furman, 1998:53-54). Os autores afirmam que “[*n*]ormally, private borrowers and lenders should be able to assess these factors, but it is possible that ‘hog cycle’ effects would lead to myopic, or even rational, overinvestment” (*idem, ibidem*, p.54).

Fica, portanto, clara uma diferença que está associada à discussão feita no capítulo 3: ao passo que na visão dos Novos-Keynesianos, representados por Stiglitz, Furman e Greenwald, o excesso de endividamento sem cobertura cambial que ocorreu em tais economias é uma consequência de falhas de mercado – em modelos de expectativas racionais e irracionais –, na visão dos Pós-Keynesianos ele é uma característica intrínseca das economias de mercado – onde a existência de incerteza e expectativas exógenas provoca modificações no comportamento dos detentores de riqueza e na fragilidade financeira ao longo do ciclo econômico, sem que isto decorra de imperfeições de mercado ou irracionalidade.

Um outro aspecto a partir do qual se pode fazer uma distinção entre as duas abordagens é associado a de que forma é visto o início da crise cambial nos países asiáticos atingidos. Tanto na abordagem pós como na novo-keynesiana há, como já dito, a idéia de que as reformas feitas no sentido de aumentar a conversibilidade da conta de capitais tornaram as economias do Leste asiático mais vulneráveis a mudanças nas expectativas dos investidores e nos fluxos de capitais. Stiglitz enxerga os eventos da seguinte forma: a referida vulnerabilidade poderia ou não levar a uma crise cambial; isto dependeria de algum elemento coordenador das expectativas dos agentes econômicos. Em nenhum momento é dito explicitamente o que cumpriu tal papel, mas tanto em Stiglitz e Furman (1998) como em Stiglitz e Greenwald (2004) parece estar implícito que declarações de instituições multilaterais e observadores de renome, tanto no sentido de criticar a corrupção e falta de transparência daquelas economias, como no sentido de indicar o uso de políticas equivocadas para combater a crise, no mínimo tiveram um papel muito importante no sentido de orientar os agentes (ver, por exemplo, Stiglitz e Furman, 1998:7-8, ou Stiglitz e Greenwald, 2004:362-363).

Kregel, por sua vez, enxerga nas expectativas exógenas dos agentes – que estão associadas à hipótese de não-ergodicidade da economia – um dos impulsos iniciais à crise. O outro impulso está associado à percepção da fragilidade financeira e desempenho não tão favorável das economias do Leste asiático, decorrente da falência da Finance One da Tailândia, e recusa da autoridade daquele país a fornecer ajuda àquela instituição financeira.

Um último aspecto em relação ao qual é possível encontrar diferenças entre as duas explicações sobre a crise asiática é a própria abordagem sobre como o endividamento excessivo presente nas economias em questão está associado às falências, queda do produto e realimentação da crise. Como já ficou claro, o modelo novo-keynesiano usado é o de racionamento de crédito, ao passo que a abordagem pós-keynesiana se baseia no modelo de instabilidade financeira e deflação de ativos de Minsky.

A primeira diferença que salta à vista entre as duas formas de explicar a crise é a importância que os Pós-Keynesianos dão à deflação de ativos, como decorrência da liquidação de ativos das unidades como forma de se procurar gerar recursos monetários para cumprir obrigações incompatíveis com as receitas corrente. Stiglitz se aproxima um pouco dessa leitura quando trata da eliminação de estoques no momento de recessões e crises, como parte de sua “teoria de portfólio” da firma. No entanto, tanto em Stiglitz e Furman (1998) como em Stiglitz e Greenwald (2004) o assunto praticamente não é mencionado. Por sua vez, na exposição novo-keynesiana é dada grande importância à destruição de capital informacional decorrente da falência de bancos, que intensifica o

já crescente racionamento de crédito existente, pois devedores de bancos falidos dificilmente encontrarão crédito em outras instituições bancárias, ao menos nas mesmas condições anteriores.

Há também outras diferenças entre as duas abordagens, que aparecem de forma difusa ou implícita na bibliografia consultada sobre a crise asiática e que devem ser explicitadas. Em primeiro lugar, de uma forma geral os autores pós e novos-keynesianos não se referem exatamente às mesmas questões quando falam em aumento da incerteza e conseqüente aumento do *spread* bancário e garantias referentes a empréstimos, tal como já visto no capítulo 3. Enquanto para estes a incerteza é *endógena* (decorrente da assimetria de informações, que pode se intensificar com a destruição de informações específicas) e o *spread* reflete maior aversão a riscos (presente no prêmio de risco) e custos de falência, para aqueles a incerteza não se restringe às assimetrias de informações (tal como discutido no capítulo 2) e o *spread* reflete uma maior preferência pela liquidez.

Em segundo lugar, no caso específico da crise asiática, Kregel dá muito mais importância para as variações cambiais do que Stiglitz. Elas influenciam as expectativas dos agentes, os fluxos de capitais e também são um custo adicional dos empréstimos sem cobertura cambial tomados pelas empresas asiáticas. Stiglitz chega a reconhecer que as variações cambiais favorecem a falência de empresas, mas se refere mais à importância de punir os agentes que se endividaram de forma excessivamente arriscada no setor imobiliário.

Por fim, outra diferença importante reside no tratamento da retração na demanda: Stiglitz, com sua “interdependência” entre oferta e demanda, não faz uma abordagem semelhante à do princípio da demanda efetiva dos Pós-Keynesianos (ver discussão dos capítulos 2 e 3 – em especial no que diz respeito às observações que Crotty (1996) faz em relação à teoria novo-keynesiana).

Em suma, é possível identificar semelhanças e diferenças entre as abordagens pós e novo-keynesiana sobre a crise asiática. Isto, obviamente, não fornece diretrizes tão profundas para avaliar até que ponto elas são compatíveis. É neste sentido que a discussão teórica feita no capítulo 3 é capaz de orientar uma avaliação acerca das duas questões referidas anteriormente.

Retomando o que foi colocado no capítulo 3, há três visões sobre a compatibilidade ou incompatibilidade entre as teorias pós e novo-keynesiana: em primeiro lugar, pode-se considerar que pós e novos-keynesianos têm modelos heurísticos incompatíveis, mas partem da mesma “visão” da economia, aquela de Keynes – visão defendida por Ferreira Jr. (1998) e Canuto e Ferreira Jr. (1999); em segundo lugar, pode-se considerar que há diferenças ontológicas entre as duas teorias econômicas, mas de alguma forma as assimetrias informacionais são compatíveis com a teoria pós-keynesiana, e pode ser até certo ponto conveniente incorporá-las – postura defendida por Dymski (1992, 1993, 1994), Van Ees e Garretsen (1993) e Crotty (1996); e por fim, pode-se considerar que

as duas teorias econômicas são complementares em diversos aspectos, e em particular os *modelos* de assimetrias de racionamentos nos mercados de ações e crédito podem ser incluídos na teoria pós-keynesiana, ao passo que para a ortodoxia seria enriquecedor absorver a noção de incerteza fundamental – visão defendida por Fazzari (1992) e Fazzari e Variato (1994, 1996).

Em função do debate reproduzido no capítulo 3 e das abordagens sobre a crise asiática apresentadas, acredito ser apropriado utilizar a segunda visão exposta acima. Isto implica dizer que a teoria novo-keynesiana não pode absorver quaisquer aspectos da teoria pós-keynesiana, especialmente em função de sua incompatibilidade com a não-ergodicidade e a incerteza fundamental. O inverso não é verdadeiro: tal como ressalta Dymski (1993, 1994) e, com especial ênfase, Crotty (1996), a incerteza endógena novo-keynesiana pode ser considerada parte da incerteza fundamental. A assimetria de informações não é *necessária* à abordagem pós-keynesiana em qualquer sentido, mas pode ser usada para tratar de problemas relevantes, sem ser incompatível com a teoria pós-keynesiana.

No caso específico da crise asiática, isto significa dizer que cada abordagem é capaz de explicar a crise por si mesma, mas o racionamento de crédito como decorrência da assimetria de informações *pode* ser incluído na abordagem pós-keynesiana, especialmente se se considera que pode ser intensificado pelas falências e fechamentos de instituições bancárias que ocorreram naquelas economias, e que isto é um problema importante nesta crise. É este o sentido que pode ser dado à compatibilidade entre as abordagens pós e novo-keynesiana sobre a crise do Leste asiático.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKERLOF, A. (1970). "The Market for 'Lemons': Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 85, pp. 488-500.

CANUTO, O., FERREIRA Jr, R. (1999). "Assimetrias de informação e ciclos econômicos: Stiglitz é keynesiano?", *Texto para Discussão*. Campinas: IE-Unicamp, n. 73.

CARVALHO, F. (1988). "Keynes on probability, uncertainty, and decision making", *Journal of Post Keynesian Economics*, 11(1), pp. 66-81.

CARVALHO, F. (1989). "Fundamentos da Escola Pós Keynesiana: A Teoria de uma Economia Monetária", in Edward Amadeo (org.), *Ensaio sobre economia política moderna: Teoria e história do pensamento econômico*. São Paulo: Marco Zero.

CARVALHO, F. ET ALII (2001). *Economia Monetária e Financeira – Teoria e Política*. Rio de Janeiro: Elsevier, Cap. 3, pp. 41-59.

CROTTY, J. (1996). "Is New Keynesian investment theory really 'Keynesian'? – reflections on Fazzari and Variato", *Journal of Post Keynesian Economics*, 18(3), pp. 333-357.

DAVIDSON, P. (1990). "Money and the Real World", in *The Collected Writings of Paul Davidson, v.1 – Money and Employment*. London: Macmillan.

DAVIDSON, P. (1994). *Post Keynesian Macroeconomic Theory: A Foundation for Successful Economic Policies for the Twenty-First Century*. Aldershot: Edward Elgar, Cap. 17, pp. 290-304.

DAVIDSON, P. (1996). "Reality and Economic Theory", *Journal of Post Keynesian Economics*, 18(4), pp. 479-508.

DAVIDSON, P. (1999). "Colocando as evidências em ordem: macroeconomia de Keynes versus velho e novo keynesianismo", in G. Lima, J. Sicsú e L. Paula (org.), *Macroeconomia Moderna – Keynes e a Economia Contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, Cap. 1, pp. 35-64.

DAVIDSON, P. (2003). “Resgatando a Revolução Keynesiana”, in G. Lima e J. Sicsú (org.), *Macroeconomia do emprego e da renda – Keynes e o keynesianismo*. Barueri: Manole.

DEQUECH, D. (1999). “Incerteza num Sentido Forte: Significados e Fontes”, in G. Lima, J. Sicsú e L. Paula (org.), *Macroeconomia Moderna – Keynes e a Economia Contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, Cap. 3, pp. 88-108.

DOW, S. (1996). “Keynes’s philosophy and post Keynesian monetary theory”, in Philip Arestis (ed.), *Keynes, Money and the Open Economy – Essays in Honour of Paul Davidson: Volume One*, Brookfield: Edward Elgar, pp. 34-49.

DYMSKI, G. (1992). “A ‘new view’ of the role of banking firms in Keynesian monetary theory”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 14(3), pp. 311-320.

DYMSKI, G. (1993). “Keynesian uncertainty and asymmetric information: complementary or contradictory?”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 16(1), pp. 49-54.

DYMSKI, G. (1994). “Asymmetric Information, Uncertainty, and Financial Structure: ‘New’ versus ‘Post’ Keynesian microfoundations”, in Gary DymSKI e Robert Pollin (eds.), *New Perspectives in Monetary Macroeconomics: Explorations in Honor of Hyman Minsky*. Ann Arbor: University of Michigan Press, pp. 77-104.

FAZZARI, S. (1992). “Keynesian Theories of Investment: Neo, Post and New”, in *Financial Conditions and Macroeconomic Performance*, editado por Steven Fazzari e Dmitri Papadimitriou. M. E. Sharpe (Armonk, NY): 121-132.

FAZZARI, S., VARIATO, A. (1994). “Asymmetric information and Keynesian theories of investment”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 16(3), pp. 351-368.

FAZZARI, S., VARIATO, A. (1996). “Variety of Keynesian investment theories: further reflections”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 18(3), pp. 359-368.

- FERREIRA, A. (2003). *Teoria Macroeconômica e Fundamentos Microeconômicos*. Campinas: IE-Unicamp. (Tese de Doutorado).
- FERREIRA Jr., R. (1998). *Estruturas Financeiras e Flutuações Econômicas: Stiglitz e Minsky*. Campinas: IE-Unicamp. (Tese de Doutorado).
- FURMAN, J., STIGLITZ, J. (1998). "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp.1-114.
- GREENWALD, B., STIGLITZ, J. (1993). "New and Old Keynesians", *Journal of Economic Perspectives*, 7(1), Winter, pp. 23-44.
- GREENWALD, B., STIGLITZ, J. (2004). *Rumo a um Novo Paradigma em Economia Monetária*. São Paulo: Francis, cap. 13, pp. 356-374.
- KREGEL, J. (1998). "Yes, 'it' Did Happen Again – A Minsky Crisis Happened in Asia", *Working Paper*, 234. The Jerome Levy Economics Institute.
- LAWSON, T. (1998). "Probability and uncertainty in economic analysis", *Journal of Post Keynesian Economics*, 11(1), pp. 38-65.
- LIMA, G., SICSÚ, J. (2003). "Introdução", in G. Lima e J. Sicsú (org.), *Macroeconomia do emprego e da renda – Keynes e o keynesianismo*. Barueri: Manole.
- MANKIW, G. (1993). "Symposium on Keynesian Economics Today", *Journal of Economic Perspectives*, 7(1), pp. 3-4, Winter.
- MINSKY, H. (1992). "The Financial Instability Hypothesis: A Clarification", in Martin Feldstein (ed.), *The Risk of Economic Crisis*, Chicago: The University of Chicago Press, pp. 158-166.
- ROMER, D. (1993). "The New Keynesian Synthesis", *Journal of Economic Perspectives*, 7(1), Winter, pp. 5-22.

RUNDE, J. (1993). "Paul Davidson and the Austrians: reply to Davidson", *Critical Review*, 7, pp. 2-3, *apud* DEQUECH, D. (1999). "Incerteza num Sentido Forte: Significados e Fontes", in G. Lima, J. Sicsú e L. Paula (org.), *Macroeconomia Moderna – Keynes e a Economia Contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, Cap. 3, pp. 88-108.

SICSÚ, J. (1999). "Keynes e os Novos-Keynesianos", *Revista de Economia Política*, 19(2), abril/junho, pp. 84-102.

STIGLITZ, J. (1988). "Money, credit, and business cycles", *The economic record*, 64(187), pp. 307-322, *apud* FERREIRA Jr., R. (1998). *Estruturas Financeiras e Flutuações Econômicas: Stiglitz e Minsky*. Campinas: IE-Unicamp. (Tese de Doutorado).

VAN EES, H., GARRETSEN, H. (1993). "Financial markets and the complementarity of asymmetric information and fundamental uncertainty", *Journal of Post Keynesian Economics*, 16(1), pp. 37-48.

VERCELLI, A. (1991). *Methodological foundation of macroeconomics: Keynes and Lucas*. Cambridge: Cambridge University Press, Introdução, pp.1-7.