

Crise Financeira, Recessão e Risco de Depressão no Capitalismo Globalizado do Século XXI: Impactos nos EUA, Zona do Euro e Brasil

Prof. Pós-Dr. David Ferreira Carvalho (PPGE/UFPA)

Prof. Dr. André Cutrim Carvalho (FACECON/UFPA)

Resumo

A Grande Depressão da década de 1930 é considerada, até os dias atuais, como a mais grave doença do sistema econômico que pôs em risco a existência do capitalismo moderno. Até hoje, os economistas investigam as causas dessa terrível pandemia. Hyman Minsky, seguindo a trilha de John Maynard Keynes, desenvolveu as teorias da instabilidade e fragilidade financeiras que explicam as causas das crises financeiras do capitalismo contemporâneo. A atual grande recessão mundial tem sua origem na crise subprime que ocorreu em 2008 nos EUA e contagiou o resto do mundo. O objetivo do presente artigo é investigar as causas e efeitos da crise do capitalismo contemporânea que tem como epicentro os EUA e depois se propaga à Zona do Euro e para o resto do mundo, inclusive para o Brasil, com o risco de uma nova Grande Depressão no início do Século XXI.

Palavras-chaves: Grande depressão, instabilidade e fragilidade financeira, crise do capitalismo

Financial Crisis, Recession and Depression Risk Globalized Capitalism in the XXI Century: Impacts in the U.S.A, Eurozone and Brazil

Abstract

The Great Depression of the 1930s is considered until today as the most serious disease of the economic which endangered the existence of modern capitalism. Until now, economists investigate the causes of this terrible pandemic. Hyman Minsky, following the trail of John Maynard Keynes, developed theories of financial fragility and instability that explain the causes of financial crisis in contemporary capitalism. The large current global recession has its origin in the subprime crisis that occurred in 2008 in the U.S. and spread to the rest of the world. The purpose of this paper is to investigate the causes and effects of the crisis of contemporary capitalism that has as its epicenter in the USA and then spread to the EuroZone and the rest of the world, including Brazil, with the risk of another Great Depression at the beginning of the XXI Century.

Keywords: Great Depression, financial fragility and instability, crisis of capitalism

ÁREA I: Economia Internacional, Comércio e Finanças.

AREA I: International Economics, Trade and Finance.

Crise Financeira, Recessão e Risco de Depressão no Capitalismo Globalizado do Século XXI: Impactos nos EUA, Zona do Euro e Brasil

Introdução

Os ciclos dos negócios são intrínsecos ao capitalismo como os terremotos e maremotos à geologia da terra. As flutuações dos negócios econômicos nas economias capitalistas são de várias espécies e têm causas múltiplas. Algumas são súbitas, isoladas, descontinuas e de curta ou média duração; outras podem ser prolongadas e causadoras de mudanças estruturais. Os ciclos econômicos possuem uma dinâmica que se manifesta em forma de *ondas*. Ciclos econômicos assumem formas de manifestação tanto nas atividades econômicas quanto nas financeiras. Os ciclos econômicos são flutuações da atividade econômica e surgem de múltiplas causas cumulativas e interativas entre si.

Mill (1982) identificou o crédito e o endividamento como fatores alimentadores da especulação. Pode-se dizer que uma bolha financeira especulativa tende a crescer sempre que a mesma é oxigenada por uma ampliação do crédito, numa espiral de concessões, que somente termina quando, por algum motivo inesperado, a desconfiança e a incerteza aumentam quanto aos lucros futuros esperados. Neste momento, o crédito concedido praticamente desaparece, os preços caem e o pânico domina os mercados manifestando a *instabilidade*. Marx (1982, p. 26), quando escreveu o seu Manifesto Comunista, em 1848, retratou essa *instabilidade* da seguinte maneira:

“A sociedade burguesa moderna, que conjurou gigantescos meios de produção e de troca, assemelha-se ao feiticeiro que já não pode controlar as potências internas que pôs em movimento com suas palavras mágicas. Basta mencionar as crises comerciais que, repetindo-se periodicamente, ameaçam cada vez mais a existência da sociedade burguesa. Cada crise destrói regularmente não só uma grande massa de produtos já fabricados, mas também uma grande parte das próprias forças produtivas já desenvolvidas. Uma epidemia, que em qualquer época teria parecido um paradoxo, desaba sobre a sociedade – a *epidemia da superprodução*. E por quê? Porque a sociedade possui demasiada civilização, demasiados meios de subsistência, demasiada indústria, demasiado comércio. O sistema burguês tornou-se demasiado estreito para conter as riquezas criadas em seu seio. De que modo consegue a burguesia vencer essas crises? De um lado, pela destruição violenta de grande quantidade de forças produtivas; de outro lado, pela conquista de novos mercados e pela exploração mais intensa dos antigos. A que leva isso? Ao preparo de crises mais extensas e mais destruidoras e à diminuição dos meios de evitá-las”.

Fica claro, por essa citação, que Marx foi um dos grandes pensadores a perceber que o sistema capitalista moderno era inerentemente *instável* e sujeito a intermitentes crises econômicas ou financeiras. Marx se afastou da geração dos economistas políticos que encaravam o capitalismo como constituído por um sistema de mercados autorreguladores. Keynes (1982) legou às novas gerações de economistas uma nova teoria econômica capaz de explicar as crises econômicas e financeiras do capitalismo contemporâneo. Crise e ciclos são estados da economia que guardam entre si relações complexas quanto ao movimento do capital.

Por *movimento cíclico*, Keynes não quer dizer apenas que as tendências ascendentes e descendentes, uma vez iniciadas, não persistam indefinidamente na mesma direção, mas sim que acabam por inverter-se. A inflexão da fase de auge econômico para a fase de recessão é o momento de *crise*. Neste sentido, Keynes oferece uma *teoria da crise econômico-financeira* do capitalismo contemporâneo que acaba desencadeando a dinâmica dos ciclos.

Por *crise* deve ser compreendido o fato de que a substituição de uma fase ascendente por outra descendente geralmente ocorre de modo repentino e violento, ao passo que, como regra, a transição de uma fase descendente para uma fase ascendente não é tão repentina. [(Keynes, 1982, p. 244); (Michell, 1984, p. 137-145)]. Os elementos teóricos postos até aqui servem para balizar este ensaio sobre a crise financeira internacional e a recessão do capitalismo contemporâneo global.

O objetivo do artigo é investigar as causas e efeitos da crise do capitalismo contemporâneo que tem como epicentro os EUA e os países desenvolvidos da chamada Zona do Euro, bem como suas conseqüências sobre o resto do mundo. O presente artigo foi organizado em três seções, além desta introdução e da conclusão. Na primeira seção, apresentam-se as principais características da Grande Depressão e as interpretações das causas do surgimento da Grande Depressão dos anos de 1930; na segunda, apresenta-se a teoria da instabilidade da financeira de Minsky e outros conceitos que ajudam a compreender as causas de crise financeira atual; na terceira, discutem-se as causas da crise financeira atual e suas conseqüências na economia norte americana e seu efeito contágio no resto do mundo; e, por fim, analisam-se os efeitos dos déficits gêmeos da economia norte-americana sobre a economia global, em particular sobre os países da zona do euro, e sobre o Brasil.

1. A Grande Depressão da década de 1930

A Grande Depressão dos anos de 1930, considerada a maior depressão de todos os tempos, é um fenômeno que até hoje vem sendo investigado. Há registros de contrações econômicas nos EUA desde 1854, mas nenhum deles foi tão avassalador o bastante como a Grande Depressão. (Estey, 1960, p. 82-99). É uma questão de critério quando se deve considerar uma depressão como grande, mesmo a depressão da década de 1920 não foi grande o bastante quando comparada com a duração da depressão dos anos de 1930.

Depois do fim da Primeira Grande Guerra Mundial, a economia norte-americana, a partir de 1942, entrou em um ciclo virtuoso que durou até o final da década de 1960. Os anos de ciclo virtuoso dos EUA repousaram sobre dois pilares: a expansão do crédito bancário e a efetivação de gastos em bens de investimentos e em bens de consumo.

A efetivação dos gastos de investimentos se deu envolvendo várias indústrias de bens de capital fixo e de bens de consumo duráveis, além dos investimentos em rodovias, energia elétrica e portos. As condições favoráveis do crédito para financiar os investimentos industriais foram importantes. As famílias não encontraram restrições para o financiamento da compra de suas casas, automóveis e eletrodomésticos.

Além disso, a redução dos juros favoreceu a concessão de créditos não apenas para os investidores industriais, mas também para os especuladores financeiros profissionais tanto nacionais quanto internacionais. Nesse ambiente de expansão econômica e ampla fartura de crédito ninguém se importava com o aumento de dívidas e sinais de queda dos preços até a data fatal.

Os indicadores macroeconômicos da Tabela 1 revelam a tendência do desempenho da economia norte-americana até 1929, ano do estouro da bolsa de valores de New York.

Tabela 1: Indicadores da economia norte-americana: 1921-1929

Ano	Índice de Evolução do PIB	Taxa de Desemprego (%)	Evolução dos Preços dos Bens de Consumo	Receitas Públicas (Em US\$ Bilhões)	Gastos Públicos (Em US\$ Bilhões)	Varição da Dívida Pública (%)
1921	100,00	11,40	100,00	5,6	5,1	-1,3
1922	105,50	7,20	97,60	4,0	3,3	-4,2
1923	119,40	3,00	99,40	3,9	3,1	-2,7
1924	123,10	5,30	99,40	3,9	2,9	-4,9
1925	126,00	3,80	102,40	3,6	2,9	-3,5
1926	134,20	1,90	101,20	3,8	2,9	-4,3
1927	135,50	3,90	98,80	4,0	2,9	-5,8
1928	137,00	4,30	97,60	3,9	3,0	-4,9
1929	145,50	3,10	97,60	3,9	3,1	-3,8

Fonte: Mazzucchelli (2009, p. 201).

Há datas tão catastróficas à humanidade que não são esquecidas. Uma delas é o dia 24 de outubro de 1929, como o dia em que sobreveio o Grande Colapso da Bolsa de Valores de Nova York. Antes dessa data, era generalizada a idéia do *espírito empreendedor* e otimista dos homens de negócios americanos os quais reproduziam um regime de acumulação ampliada de capita intensivo – centrado fundamentalmente nos gastos em consumo de massa (pelas famílias) e investimento industrial (pelas grandes empresas) definido pelo regime de acumulação fordista – que proporcionava um alto padrão de bem estar social as famílias americanas (*The American way of life*).

Contudo, a “onda destruidora” – que teve como epicentro o maior e mais poderoso centro do capitalismo financeiro mundial, *Wall Street* – não somente causou as falências dos bancos e outras instituições financeiras, mas também atingiu a indústria, a agricultura, o setor de serviços e a sociedade norte-americana na forma de desemprego, baixas nos preços, falências de bancos e execução de dívidas de empresas e famílias.

Segundo Galbraith (1988), antes de 1929 a estatística do índice de suicídios nos EUA vinha se elevando gradativamente. Mas essa tendência continuou em 1929 e se acentuou muito em 1930, 1931 e 1932 – anos da fase mais intensa da crise em que os fatores sociais associados ao aumento do desemprego, alheios aos fatos do mercado financeiros – levaram muita gente a concluir que não valia mais a pena viver. Segundo Galbraith (1988, p. 116), a taxa média de suicídios por cada 100.000 habitantes em New York subiu de 15,70 (1925-1928) para 17,70 (1929-1934).

O que tornou inevitável o Colapso da Bolsa de Valores de New York, em outubro de 1929, foi o aumento da especulação insensata e desenfreada. Por trás da explosão especulativa estavam às forças econômicas, políticas, psicológicas e culturais que tornaram os norte-americanos susceptíveis ao maior desastre econômico que pôs em risco a própria sobrevivência do capitalismo – a grande depressão dos anos 30. Logo após o colapso da Bolsa, em 1929, seguiu-se o colapso do crédito, em 1931.

A queda generalizada dos preços nos mercados financeiros, de fatores e de mercadorias tornou mais grave o processo depressivo nos EUA. A quase paralisia do comercio internacional só foi suspensa nos primeiros meses de 1933 com a volta da concessão de crédito para alguns países da periferia e da Europa. Os empréstimos internacionais concedidos reativaram as economias tanto dos países da periferia quanto

dos países da Europa, sobretudo na Alemanha, mas não o suficiente para o início da recuperação.

A Grande Recessão da segunda década do século XXI – iniciada nas economias avançadas a partir de 2008 – tendo como epicentro os EUA e coadjuvantes os países da Zona do Euro – guarda algumas semelhanças com a Grande Depressão ocorrida na década de 1930. Apesar disso, o contexto e a natureza da crise financeira que desencadeou a maior recessão econômica do capitalismo mundial nos últimos cinquenta anos, com duração de quase quatro anos e sem perspectivas de recuperação, tem características distintas da Grande Depressão dos anos de 1930. A Grande Depressão dos anos de 1930 recebeu, inicialmente, um diagnóstico de que a crise da Bolsa de Valores de *Wall Street*, que desencadeou a mais profunda Depressão da história do capitalismo, tinha origem no excesso de capital redundante, isto é, seria uma crise de oferta resultante de uma superacumulação de capital ou de subconsumo.

Na verdade, a conexão entre os mercados financeiros e os mercados de bens que deu origem a Grande Depressão era, em parte, devido à perda no estado de confiança nos negócios, como resultado da queda da *eficiência marginal ex ante*; mas também do elevado grau de endividamento gerado pela inadimplência devido, em parte, a travagem do crédito num exato momento em que os bancos e empresas mais precisavam de liquidez que não foi fornecida pelo FED.

2. A crise financeira contemporânea: origem e consequências

É preciso uma teoria econômica que seja capaz de identificar as diferenças entre a crise que levou a Grande Depressão dos anos de 1930 e a crise atual que está desencadeando a maior recessão desde o II pós-guerra e o risco da economia mundial transitar para uma Grande Depressão, como comunicou recentemente a economista-gerente do FMI, Christine Lagarde. A teoria capaz de dar conta da crise atual, desenvolvida por Minsky a partir de Keynes, vem tendo o reconhecimento da maioria dos economistas. Kindleberger (2000, p.16-18) já tinha afirmado que se existia uma teoria capaz de explicar os motivos das crises financeiras do capitalismo, esta teoria é a teoria da instabilidade financeira desenvolvida por Hyman Minsky.

Minsky (1982) escreveu um livro no qual fez a seguinte pergunta: Cant “It” Happen Again?, traduzindo, pode “ela” – A Grande Depressão – acontecer novamente? Ele respondeu que somente as ações dos Bancos Centrais, atuando como reguladores e emprestadores de última instância, e dos Grandes Governos com responsabilidade fiscal e atuando com políticas anticíclicas e às vezes com empréstador de última instância tinham impedido a possibilidade de uma Grande Depressão. Mas se essas instituições não atuam com políticas econômicas coordenadas pode ser criado um impasse político grave que pode alimentar o risco de uma recessão se transformar numa Depressão.

No modelo *clássico* de Minsky (1982), o *boom* expansionista de crescimento é alimentado por uma expansão do crédito que aumenta a oferta total do dinheiro disponível. Os bancos podem, por intermédio da abertura de novas contas correntes (cheques) e de novos empréstimos bancários (acrécimo de depósitos) a clientes, aumentar a quantidade de moeda para financiar os gastos de consumo das famílias e também os gastos de investimento dos empresários. Além disso, a oferta de moeda pode ser expandida não somente dentro do sistema bancário, mas também por intermédio da constituição de novos bancos, de outras instituições financeiras, da expansão do crédito pessoal fora dos bancos e por intermédio das *inovações financeiras*. Não obstante, qualquer que seja a forma de expansão do volume de dinheiro, o crédito dos bancos comerciais é *instável* e o modelo de Minsky repousa nesse fato.

Minsky (1975) é dos raros estudiosos das crises financeiras que incorpora no seu modelo o *desordenamento institucional* como algo importante que deve ser considerado nas interpretações das crises financeiras. A natureza desse desordenamento varia de um *boom especulativo* a outro: pode ser o fim de uma guerra, uma ótima safra ou uma péssima colheita, uma inovação tecnológica de efeitos difusos – a exemplo das manias com as ferrovias, automóveis e hoje com bens eletro-eletrônicos –, ou algum efeito político ou êxito financeiro surpreendente, ou ainda uma conversão de dívidas que baixe a taxa de juros monetária de forma abrupta.

Uma mudança inesperada da política monetária ou a introdução de *inovações financeiras* também podem causar *instabilidade financeira*. Mas seja qual for a gênese da crise, se ela tiver uma ampla abrangência espacial e setorial e ainda possuir um elevado poder de difusão planetária, então, sem dúvida, provocará efeitos desastrosos nas economias nacionais.

Neste contexto, surgem questões cruciais relativas ao modo de como controlar todos os meios de expansão do crédito, sobretudo quando não há um sistema de *regulação financeira*. Mas mesmo que a instabilidade de bancos antigos e de outros novos fosse corrigida, a instabilidade do crédito pessoal permaneceria fornecendo recursos para continuar financiando o *boom* de consumo, desde que houvesse um estímulo forte para isso. (Wray, 2008, p. 1-2). Assim sendo, pode-se admitir a hipótese de que o impulso dos agentes de especular esteja presente e este pode transformar-se em *demandas efetivas* de bens ou de *ativos financeiros*. Passado determinado tempo, o *boom* do crescimento econômico puxado pela demanda efetiva irá exercer forte pressão sobre a capacidade produtiva das firmas de produzir mercadorias e/ou sobre a oferta dos *estoques* dos ativos financeiros existentes.

2.1. O estado de euforia e a postura dos agentes: hedge, especulativo e Ponzi

Para os defensores do mercado eficiente, o capitalismo não deveria ter ciclos de negócios intermitentes. Quando a demanda agregada caísse ou subisse, os preços e salários, e não a produção deveria cair ou subir. A oferta e a demanda agregada deveriam assegurar que todos os fatores de produção que quisessem e buscassem emprego não encontrariam dificuldades. Os trabalhadores que fossem demitidos deveriam encontrar rapidamente novos empregos desde que estivessem dispostos a trabalhar por menores salários.

Porém, os mercados de fatores, especialmente o mercado de trabalho, não se ajustam rapidamente às variações dos salários e preços – exatamente o contrário do que diz o ensinamento da *sabedoria convencional*. A produção se ajusta mais depressa do que os salários e os preços dos bens e serviços. Em consequência, o capitalismo convive com recessões ou mesmo depressões. (Thurow, 1997, p. 276-278).

O capitalismo é um sistema econômico e financeiro *inerentemente instável*, embora possam ocorrer períodos de estabilidade. A dinâmica do capitalismo se mostra com movimentos cíclicos de expansão, crise, recessão, depressão e recuperação. No estado de expansão da economia capitalista, os preços dos bens e serviços e dos ativos financeiros sobem, propiciando assim o surgimento de novas oportunidades de negócios rentáveis e, portanto, atraindo mais empresários e investidores financeiros que vão reforçar o grau de *euforia* do *boom*.

É nesse estágio de auge da expansão do *boom* do crescimento de uma moderna economia de mercado, como a dos EUA, que se pode compreender o significado do que Minsky (1982) chamou de estado de *euforia*. Neste estado, a especulação com o objetivo de aumentar os preços dos ativos líquidos poderá somar-se ao aumento do

crédito para financiar os gastos das famílias e das empresas com a compra de bens de consumo duráveis, de bens investimentos ou mesmo de ativos financeiros.

Nesse ambiente de grande euforia é que surgem três modalidades de posturas financeiras dos tomadores: a *postura hedge* (o agente tem condições de honrar tanto o pagamento dos juros quanto da amortização de sua dívida junto aos bancos); a *postura especulativa* (o agente só tem condições de honrar o pagamento dos juros junto aos bancos); e a *postura Ponzi* (o agente não tem condições de honrar nem o pagamento dos juros e tampouco a amortização do capital tomado junto ao banco credor).

A estabilidade da estrutura financeira numa economia capitalista depende da composição dessas posturas financeiras. Supondo dada a estrutura das instituições financeiras e as formas de intervenção do governo e/ou do banco central, então quanto maior o peso da postura *financeira hedge* tanto maior deverá ser a estabilidade da estrutura financeira; enquanto que quanto maior o peso das posturas financeiras *especulativas* e de *Ponzi* então tanto maior deverá ser instabilidade da estrutura financeira. (Minsky, 1982, p. 20-21).

Na economia capitalista moderna, empresas, famílias e governos podem assumir posturas financeiras diferenciadas através das relações que estabelecem entre os fluxos de pagamento contratuais provenientes de suas obrigações assumidas e seus fluxos de dinheiro provenientes de suas fontes primárias e/ou secundárias. Mais, além das fontes primárias das empresas (lucros), das famílias (salários), dos rentistas (aluguéis) e dos governos (impostos), os agentes podem dispor de fontes secundárias representadas pelos seus patrimônios na forma de ativos reais e/ou líquidos que podem ser vendidos para cobrir algum compromisso de dívida contraída.

Se esse processo ganha expressão incontrolável, chegando ao paroxismo, então o resultado é geralmente, embora não de modo peremptoriamente inevitável, a emergência do que é chamado de *overtrading*.¹ A especulação financeira envolve, em geral, compra de ativos reais para revenda, em vez de uso; ou revenda, em vez de fluxo de renda, no caso dos ativos financeiros. Neste contexto, empresas e pessoas, quando vêem seus semelhantes, concorrentes ou não, obtendo lucros através de compras e vendas especulativas de ativos financeiros, tendem a imitar tal modelo; e isso, geralmente, tende a produzir um clima de euforia favorável ao processo do “efeito manada” de entrada de mais pessoas no “curral da especulação”; mas depois quando o estouro da *bolha* ocorre e o *pânico* se estabelece tem início o *efeito manada* dos indivíduos que perderam tudo ou quase tudo.

Quando o número de empresas e famílias, que incidem em práticas especulativas, aumenta de forma significativa arrastando consigo até mesmo os segmentos da população mais cautelosa que, normalmente, se mantêm distante de aventuras arriscadas, então a frenética corrida pelo ganho especulativo no mercado financeiro desencadeia um comportamento estranho fora dos padrões de normalidade e racionalidade em direção à formação do que é conhecido como *manias* ou *bolhas especulativas*: a palavra mania enfatiza a *irracionalidade* da “manada” e o termo bolha prenuncia o *estouro* da “manada” que quando ocorre leva a *crise* financeira e logo a crise econômica por falta de confiança a qual provoca uma *travagem do crédito*.

¹ *Overtrading* é um processo financeiro que ocorre quando algum agente econômico fecha negócios superiores a sua capacidade de pagamento, ou seja, quando alguém realiza comércio em excesso do capital possuído ou dos requisitos exigidos pelo mercado. Kindleberger (2000, p. 18).

2.2. Margem de segurança e securitização

No contexto acima descrito, a deterioração da “*cushions of safety*” (margem de segurança), decorrente da avaliação pelos bancos do *risco do crédito* do tomador, deixou de ser apreciada com o devido rigor bancário necessário. Na verdade, os executivos de alguns bancos comerciais estavam preocupados mais com suas *habilidades* comerciais de vender ativos de emissão primária, com o propósito de ganhar polpudos honorários e/ou comissões que não “seguravam” os ativos primários nos seus livros contábeis de empréstimos por uma taxa de retorno que considerasse uma mínima *margem de segurança* de riscos do credor e devedor. (Keynes, 1982, p.121).

A análise da *fragilidade financeira* das instituições bancárias está associada ao conceito de *margem de segurança* desenvolvido por Keynes: a margem de segurança deve cobrir a margem de erros dos retornos esperados de um projeto rentável de investimento. Minsky (1987) analisou as decisões dos bancos de financiamento dos gastos de investimentos do ponto de vista da margem de segurança resultante da diferença entre as receitas esperadas dos ativos e das obrigações (passivos) de pagamentos dívidas registradas em seus portfólios.

Por exemplo, a margem de segurança de um empréstimo bancário para um empresário, com um projeto de investimento particular, pode ser determinada pela diferença entre a quantidade emprestada e a requerida para financiar o suposto projeto rentável. A margem de segurança pode também ser determinada pela venda do colateral requerido pelo banco ao tomador, pela quantidade de depósitos compensatórios, ou ainda por algum outro fator que o banqueiro avalie que pode lhe proporcionar uma margem de lucro mínima sobre o empréstimo bancário, caso as expectativas dos rendimentos esperados no futuro do projeto de investimento do empresário sejam frustradas. (Kregel, 2008, p. 7-8).

A idéia do aumento da *fragilidade financeira* foi construída por Minsky em torno de uma suave e pouco perceptível erosão da *margem de segurança*, requerida pelos empréstimos bancários durante as condições de relativa estabilidade dos preços. Quando as margens de segurança ficam perigosamente reduzidas, então o menor desvio de realização das expectativas cria as condições nas quais as empresas modificam seus planos a fim de satisfazer compromissos (obrigações de dívidas contraídas) estabelecidos.

Esta mudança de comportamento pode significar atrasos de pagamentos de dívidas contraídas, resgate do penhor ou caução de empréstimos ou de grandes dificuldades para vender bens patrimoniais e/ou ativos financeiros. Numa economia financeirizada, a *preferência pela liquidez* altera o espectro das taxas de juros e isso afeta os dois sistemas de preços – o sistema de preço dos ativos e o sistema de preços dos produtos correntes – devido à presença de especuladores apostadores *Bulls* (touro) e *Bears* (ursos) agindo no circuito financeiro.

Naturalmente, o banqueiro pode exigir a posse de hipotecas ou outros colaterais de valor mais alto que o valor do empréstimo concedido. Mas o resultado disso é um processo de deflação de dívidas no qual o tomador se vê forçado a vender seus ativos patrimoniais e mesmo os seus bens produzidos a preços cada vez menores para fazer face ao pagamento de suas dívidas. Essa pressão descendente sobre os preços aumenta a carga da dívida em termos reais. Neste sentido, os preços mais baixos dos ativos em geral aumentam a necessidade para revenda dos mesmos e isso só reforça o excesso da oferta de ativos no mercado, tornando mais difícil ao investidor pagar completamente o empréstimo tomado junto ao banco com a venda dos seus ativos no mercado, sobretudo se esses ativos são *ilíquidos*.

A análise de Minsky baseia-se no fato de que a *instabilidade endógena* da economia de mercado é imanente ao capitalismo contemporâneo – isto é, de que os períodos de estabilidade produzem *fragilidade financeira* e o aumento dessa fragilidade torna o sistema financeiro propenso a uma *instabilidade sistêmica* como uma resposta a mudanças das regras e/ou outras condições relevantes à taxa de retorno dos projetos de investimentos. É comum se chamar a criação *endógena de fragilidade financeira* como um estado de *euforia*, o qual se manifesta na forma de manias ou bolhas especulativas.

Minsky (1986) expressa a idéia de *fragilidade financeira* em termos do declínio do “cushion of safety” (margem de segurança) das transações financeiras e da perda do controle (governança) dos empréstimos por excesso do “*layering*” (isto é, excesso de níveis de decisões burocráticos numa estrutura organizacional que acaba causando “ruídos” de comunicação que podem ser deturpados na passagem de um canal a outro).² Entretanto, a crise financeira atual difere em certos aspectos da tradicional análise de uma típica crise à la Minsky. Wray (2008, p. 4-6) considera também que essa diferença produz um significativo impacto sobre a maneira da evolução e desfecho da crise atual.

A idéia central da fragilidade financeira de Minsky está ligada ao conceito de *cushion of safety* que, por suposto, deve cobrir a margem de erro das expectativas dos rendimentos esperados de um projeto de investimento. Mas essa hipótese pressupõe que o *risco de seleção adversa* seja avaliado pelos técnicos dos bancos e não por cálculos de alta complexidade econométrica feitos pelas chamadas *agências de riscos*. A presença dessas instituições e outras na crise financeira atual requer a inserção desse *componente institucional* na teoria da instabilidade de Minsky.

3. A crise financeira dos EUA em 2008 e o começo da grande recessão mundial

Kregel (2008), um economista pós-keynesiano que analise a origem da crise financeira nos EUA, incorpora em sua análise as novas instituições envolvidas na crise subprime. Ele observa que a *securitização* dos ativos nos EUA era realizada por uma SPE (*Special Purpose Entity*). Uma SPE é uma instituição financeira autônoma que compra e revende títulos de dívidas a fim de adquirir ativos originados nos bancos comerciais. Os riscos de crédito dos ativos emitidos pelos bancos podem ser transferidos à SPE e/ou para o investidor que o banco financia a compra do título de dívida ou a quem ofereça mais crédito ou garantias de pagamento para o comprador.

Entretanto, o processo de endógeno de redução da *margem de segurança* deve ser baseado em algo mais que o estado de *euforia* ou excesso de expectativas otimistas. Kregel (2008) chama atenção para o fato de que a decisão dos bancos de conceder empréstimos para os empresários, mesmo quando se trata de um projeto de investimento rentável, não é somente avaliar o risco do tomador e do emprestador quanto à possibilidade de fracasso do seu projeto de investimento, mas também considerar para a concessão do empréstimo determinadas “regras de confiança” do tipo J.P.

Morgan e o histórico de “dignidade” de “bom pagador” do tomador do empréstimo no passado, bem como avaliar as expectativas futuras dos rendimentos esperados do projeto de investimento e o grau de confiança da própria avaliação feita pela equipe técnica de funcionários do próprio banco. O problema da queda da margem de segurança de um projeto do setor imobiliário é também o resultado do *método* utilizado para avaliar os riscos dessa modalidade de investimento. (Kregel, 2008, p. 11-13).

² Ruídos é o termo usado pelos analistas financeiros para traduzir a ocorrência de pequenas variações de preços em valores fundamentais como os preços dos ativos financeiros.

Nos EUA não existiam garantias *a priori* de que os títulos das dívidas hipotecárias pudessem ser revendidos no futuro a um preço capaz de cobrir os prejuízos dos bancos emprestadores quando, diante de uma crise por não pagamento dos juros e/ou da amortização por parte dos tomadores, o montante da dívida dos tomadores atingisse um valor muito elevado. No caso da crise subprime, para que os títulos de dívidas emitidos fossem vendidos a investidores institucionais – tais como seguradoras, fundos de pensões, fundos mútuos de investimentos e empresas previdenciárias – eles deveriam ser emitidos por um veículo especializado, uma SPE.

Essa instituição financeira deveria avaliar e carregar o risco do investimento atribuído por uma agência avaliadora de risco financeiro que fica responsável pela realização do cálculo matemático e o posicionamento no *ranking* do risco de inadimplência do tomador. Com isso, a avaliação do grau de inadimplência pelas agências de risco passou a substituir a tradicional avaliação do risco de crédito do tomador que, no passado, era formalmente realizada pelos funcionários e comitês de avaliação dos próprios bancos, isto é, a avaliação do crédito passou a ser feita pelas *credit rating agencies*.

As agências de riscos não têm conhecimento confiável dos tomadores e nem dos ativos que os mesmos fornecem como hipotecas e/ou colaterais aos empréstimos *securitizados*. Na ausência da *margin da segurança*, não há como comparar, com alguma precisão, as diferentes taxas de retornos nominais esperadas dos investimentos em *securities* de diferentes graus de riscos e prazos de vencimentos, mesmo se os modelos econométricos de previsão de riscos sejam computavelmente modernos, por causa da incerteza e da complexidade institucional.

3.1. Globalização, inovações financeiras e o desmonte regulatório

Thurow (1997) utilizou a imagem das *placas tectônicas* que se movem incessantemente no interior da terra e que, de vez em quando, provocam grandes erupções vulcânicas, terremotos e maremotos, todos de grande poder de destruição da vida na terra, para invocar as cinco grandes forças econômicas que estão moldando a dinâmica econômica e política do sistema capitalista.

Das cinco forças – o fim do comunismo, as inovações tecnológicas dominadas pela inteligência humana, uma demografia mundial inédita e revolucionária, uma economia globalizada e uma era multipolar sem uma dominância absoluta em termos econômicos e políticos – as inovações tecnológicas e a globalização estão potencializando as crises em escala mundial desde os anos de 1990. [Thurow (1997, p. 7-12); Krugman (2009, p. 23-30)].

A globalização é um novo método capitalista de conquistar mercados no mundo, mas com uma novidade: a circulação de mercadorias no comércio internacional é de longe superada pela circulação de ativos e títulos financeiros no mercado global. Isso se tornou possível devido às inovações tecnológicas na área de telecomunicações. De fato, a fibra ótica, combinada com os lasers e satélites espaciais, revolucionou a mídia das telecomunicações de tal forma que as pessoas do mundo inteiro passaram por grandes mudanças em seu estilo de vida social, sobretudo a partir da *internet*.

Essas *inovações tecnológicas* não só abriram novos horizontes à globalização da indústria eletro-eletrônica de novos produtos de baixo custo, criando um mercado de *consumo de massa* – a exemplo do celular, do computador e da televisão – como facilitaram os avanços da modernização das múltiplas *instituições financeiras* do que resultou a ampliação da capacidade de financiamento dos investimentos das empresas e do consumo das famílias. Por sua vez, a política do FED de redução da taxa de juros, conduzida por Greenspan (2008) durante o governo Bill Clinton, ajudou a economia

norte-americana a transitar pelo caminho do mais longo *boom* de crescimento depois dos anos dourados do II pós-guerra. (Krugman, 2009, p. 146-153).

No final desse longo período de tempo é que tem início o declínio da *margem de segurança* dos empréstimos bancários resultante do relaxamento operacional da avaliação do risco de *seleção adversa* e o *risco moral* dos tomadores de crédito decorrente da substituição do método de avaliação bancária tradicional do devedor pelos métodos econométricos de avaliação das agências de riscos. (Wray, 2008, p. 3-4).

A crise financeira atual tem como *epicentro* a maior economia do mundo, os EUA. Nesse país, a trajetória da taxa de juros elevada, entre 1980-2002, foi o resultado da política monetária de combater a inflação; entre 2003-2004, o Reserve Federal voltou a rebaixar a taxa de juros para estimular os gastos de consumo e de investimento na economia norte-americana. De 2005-2007, o presidente do FED, Alan Greenspan, sob a ameaça de alta da taxa de inflação, resolveu voltar a elevar a taxa de juros básica, e isso foi suficiente para provocar a explosão da *bolha especulativa* que vinha se formando no setor imobiliário, como mostra a Tabela 3.

Tabela 3: Evolução da Taxa de Juros Anual dos EUA: 1997-2011

Anos	Taxa de Juros (%)	Anos	Taxa de Juros (%)	Anos	Taxa de Juros (%)
1980	13,35	1990	8,10	2000	6,24
1981	16,39	1991	5,69	2001	5,00
1982	12,24	1992	3,52	2002	5,07
1983	9,09	1993	3,02	2003	2,40
1984	10,23	1994	4,21	2004	1,35
1985	8,10	1995	5,83	2005	3,22
1986	6,80	1996	5,30	2006	4,97
1987	6,66	1997	5,46	2007	5,02
1988	7,75	1998	5,35	2008	1,92
1989	9,21	1999	4,97	2009	0,16

Fonte: FED (2010).

Observa-se que os efeitos dessas *inovações tecnológicas* não ficaram circunscritos apenas aos mercados de bens eletroeletrônicos e das *mídias* de telecomunicações; ao contrário, a rápida difusão daquelas *inovações* penetrou no *sistema financeiro global* facilitando o surgimento das *inovações financeiras* como instrumentos poderosos dos bancos para enfrentar a concorrência dos seus rivais: fundos de pensão, fundos mútuos de investimentos, seguradoras e corretoras imobiliárias. Ocorre que as *inovações financeiras* introduzidas – como os depósitos à vista remunerados de curto prazo –, produziram uma *destruição criadora* a la Schumpeter que levou o desmonte do *marco regulatório* que disciplinava o movimento do *capital especulativo* nos EUA.

No passado a Lei *Glass-Steagal* proibia que bancos comerciais subscrevessem títulos. Essa Lei definia o ordenamento institucional do sistema financeiro dos EUA, departamentalizado e regulado pelo FED, com os bancos atuando como intermediários financeiros. (Belluzzo, 2009, p. 288-294). O desmonte institucional desse marco regulatório, criado pelo programa de reformas do New Deal, resultou da forte pressão dos banqueiros sobre o Congresso norte-americano para anular a lei *Glass-Steagal* que disciplinava o mercado financeiro desde 1933. [Chesnais (1996, p. 255-263); Chesnais (1998, p. 249-289)]. Em seu lugar, o *Basel Capital Adequacy Accord* (1988) e a *Lei Gramm-Leach-Bliley* (1999) não somente liberaram os bancos para atuarem em todas as atividades financeiras por meio de suas filiais, originando os bancos universais(bancos

múltiplos), como permitiram também que bancos de investimentos pudessem adquirir instituições financeiras de depósito e poupança.

Os bancos de investimentos lideraram a criação de lotes de títulos de hipotecas negociáveis. Ao negociarem com qualquer instituição financeira que tivesse originado os lotes de hipotecas – bancos comerciais, bancos de investimento privado e instituições financeiras garantidas pelo governo federal – os bancos de investimentos criaram um veículo de propósito específico – o *Special Purpose Vehicle (SPV)*. O SPV é uma instituição financeira que foi criada somente para emitir títulos de renda fixa, ou títulos lastreados por hipotecas, para vendê-los a investidores e especuladores.

Foi na década de 1980 que surgiu uma gama de *inovações financeiras* na forma de novos títulos mobiliários securitizados garantidos por hipotecas subprime e também ativos criados pelos bancos de investimento americanos. Esses títulos securitizados tinham diferentes nomes e siglas tais como: *Collateralized Debt Obligations-CDOs*; *Collateralized Mortgage Obligations-CMOs*; e as *Collateralized Loans Obligations-CLOs*. Routini & Mihn (2010, p. 73-79) afirmam que esses títulos geraram derivativos fatiados (*tranches*) com taxas de risco diferenciadas: alto risco (participativo); médio risco (intermediário) e baixo risco (sênior). A inovação financeira que possibilitou a securitização das hipotecas subprime foi aquela do tipo CDO que oferecia cotas de participação nos pagamentos recebíveis, mas nem todas as cotas eram iguais. Algumas eram do tipo sênior e outras intermediárias.

A avaliação desses títulos hipotecários era tão complexa que eles deixaram de ser avaliados pelos métodos convencionais dos próprios técnicos dos bancos financiadores para serem avaliados por métodos econométricos sofisticados das agências de riscos. As agências de riscos – Moody's, Fitch e a Standard & Poor's – substituíram o papel dos peritos dos bancos que faziam a avaliação dos tomadores de empréstimos subprime. As agências de classificação de riscos chegavam a atribuir grau triplo A (AAA) para os títulos podres de agentes *Ponzi* que tomavam empréstimos de elevado risco. Nesse esquema financeiro, como observa Krugman (2009, p. 154-159), todos ganharam até que a corrente da felicidade, montada pelos especuladores profissionais, foi rompida.

O novo sistema financeiro dos EUA produziu uma nova forma de operações financeiras, conhecida como *originate and distribute*, em que os bancos, além da margem de lucro (*spread*), buscavam maximizar os *honorários* dos executivos que obtinham polpudas *rendas comissionadas* com as vendas dos títulos hipotecários de *emissões originais* transacionados no mercado primário – com o registro maquiado dessas negociatas nos balancetes das empresas filiais – e subscrevendo a distribuição das *securities* (títulos) colateralizadas aos *ativos* de emissão originais (ações e hipotecas) negociadas no mercado secundário. (Wray, 2008, p. 3-4).

Neste tipo de operação financeira cruzada, os bancos passaram a transferir à avaliação do risco do tomador para as agências especializadas em cálculo de riscos bancários, pois a expectativa deles era de que os juros e a amortização do principal, sobre os valores dos empréstimos originais, fossem pagos pelos compradores finais dos ativos colateralizados. Embora os títulos garantidos por hipotecas tenham se tornado de grande apelo popular nos EUA, durante os anos de 1980, foi na década de 1990 que eles passaram a ganhar importância no mercado financeiro com o aumento da participação da classe média.

A crise das Associações de Poupança e Empréstimos, ironicamente, popularizou a securitização de hipotecas residenciais. Mais de 1600 bancos faliram porque haviam realizado financiamento a imóveis residenciais e comerciais cujas hipotecas ficaram mantidas nas carteiras desses bancos: o modelo *originar e manter em carteira*. A

avaliação posteriormente feita pelos “engenheiros financeiros” era de que isso não teria acontecido se as hipotecas das moradias tivessem sido securitizadas. A partir desse diagnóstico surgia a política bancária que originou o modelo “*originar e distribuir*” e com ele a crença neoliberal de que um mercado livre é um mercado eficiente que pode reduzir a possibilidade uma crise bancária sistêmica. (Roubini & Mihm, 2010, p.76).

3.2. O estouro da bolha imobiliária em 2008 e as ações do governo Bush

Nos anos de 1970 foi criada uma nova instituição financeira pelo governo norte-americano, a *Government National Mortgage*, conhecida como *Ginnie Mae*, garantidora de hipotecas (títulos de dívidas). Na prática, a *Ginnie Mae* passou a reunir lotes de títulos de hipotecas que ela originava e em seguida, ao invés de manter em sua carteira, passou a emitir títulos de crédito lastreados nele. Como resultado, em vez de esperar vinte, trinta ou mais anos para recuperar o financiamento concedido ao cliente, a *Ginnie Mae* passou a receber antecipadamente o valor do financiamento dos compradores desses títulos de capitalização especiais pela via da negociação dos mesmos no mercado secundário. Essa *inovação financeira* foi difundida pelos bancos originando o processo de *securitização de hipotecas potencialmente ilíquidas* (isto é, títulos hipotecários que ficavam retidos nas carteiras dos bancos).

Ocorre que o modelo *originar e distribuir* criou as condições institucionais de funcionamento de um mercado secundário para as negociações dos *mortgage-backed securities* (MBSs), isto é, títulos lastreados por hipotecas. Mais tarde, a *Fannie Mae* (Federal National Mortgage Association-FNMA) e *Freddie Mac* (Federal Home Loan Mortgage Corporation-FHLMC), também passaram transacionar os títulos de *hipotecas securitizadas*. (Roubini & Mihm, 2010, p. 75).

Com o tempo, os bancos comerciais, de investimentos, corretoras e até mesmo as construtoras de imóveis passaram a usufruir de lucros crescentes com grande número de lotes de hipotecas securitizadas. Investidores, bancos, fundos de pensão e fundos de investimentos de outros países do resto do mundo também passaram a comprar esses títulos hipotecários securitizados, pois afinal as agências de riscos norte-americanas sugeriam que os preços das casas nunca cairiam.

Este foi o principal *canal de contágio* para os aplicadores europeus quando a bolha especulativa estourou nos EUA. A “*Fannie Mae e Freddie Mac* – que contavam com o apoio do governo federal americano por intermédio da *Government Sponsored Enterprise* (GSE) – foram as duas companhias pioneiras na concessão dos empréstimos imprudentes que também participaram do esquema fraudulento de securitização de hipotecas. Krugman (2009, p. 170-172) afirma que a crise financeira americana foi causada pelos riscos assumidos por instituições que nunca foram regulamentadas.

3.3. A sequência de falência dos grandes bancos e empresas nos EUA

Depois do plano do *Tesouro*, a *Fannie Mae* e a *Freddie Mac* ficaram sob o controle direto do governo norte-americano que logo substituiu os seus chefes-executivos e recorreu a um empréstimo de US\$ 200 bilhões para mantê-las solventes. Essas empresas gigantes, agora estatizadas, passaram para a administração da *Federal Housing Finance Agency*, uma agência federal recém-criada pelo governo americano para enfrentar o problema do financiamento da casa própria nos EUA.

Em 16 de setembro de 2008, era noticiado que o *Lehman Brothers*, o quarto maior banco dos EUA, pedia concordata. O *Bank of American*, por sua vez, fechou um acordo de compra do banco de investimento *Merril Lynch*, que estava sob risco de falência, por US\$ 50 bilhões. O quinto maior banco de investimento dos EUA – o *Bear*

Steams – recebeu uma proposta de compra do J.P. Morgan para evitar a falência por causa de empréstimos de alto risco. No mesmo dia, as ações da grande corporação American International Group Inc. (AIG), a maior empresa de seguradora dos EUA, caíram 60% na abertura do mercado. Em 17 de setembro de 2008, o FED (Reserve Federal) anunciou um empréstimo de US\$ 85 bilhões para salvar a AIG e em troca o governo assumiu o controle de quase 89% das ações da empresa e a gestão dos negócios. O *Citigroup* e o *Merril Lynch* tiveram prejuízos de mais de US\$ 10 bilhões cada um, no quarto trimestre de 2008. Em novembro de 2008, o pacote de resgate do Citigroup exigia que o governo financiasse US\$ 306 bilhões em empréstimos e títulos e investisse US\$ 20 bilhões no grupo.

Em dezembro do mesmo ano, o plano de resgate das empresas montadoras estabelecia um pedido inicial de recursos ao governo federal de US\$ 35 bilhões para a GM, Chrysler e Ford. As duas primeiras foram contempladas com US\$ 14 bilhões após um difícil processo de negociação no Congresso dos EUA. A Companhia Ford desistiu de sua demanda inicial. Mesmo os bancos que não negociavam com “créditos podres”, dentro e fora do EUA, também foram atingidos pela crise. Por exemplo, o banco britânico *Northen Rock* adotou uma estratégia ariscada que consistia em tomar dinheiro emprestado de certas instituições financeiras no curto prazo (três meses) para emprestá-lo no médio (cinco anos) e longo prazo (dez e vinte anos) aos compradores de imóveis. Essa estratégia se revelou também desastrosa, com o surgimento da crise subprime, e esse banco acabou sofrendo a intervenção do Banco Central da Inglaterra.

3.4. As ações imediatas do governo Obama

Um dos principais sintomas da gravidade da crise norte-americana se manifestou com a *travagem* do crédito bancário e com ela o agravamento da crise à medida que tal atitude dos bancos bloqueou o crédito pessoal dos consumidores que vinha financiando a demanda efetiva dos gastos de compra bens de consumo dos norte americanos.

A ação imediata do novo Presidente do Banco Central, Ben Bernanke, foi, inicialmente, atuar como *emprestador de última instância* como é comum nos casos de falta de liquidez, mas desta vez o repasse do FED de apenas US\$ 50 bilhões não foi suficiente para desobstruir os canais do crédito. Em 3 de outubro de 2008, o Presidente Bush recorreu ao prestígio do recém-eleito Presidente Barack Obama para aprovar no Senado o plano de resgate dos bancos endividadas no valor de US\$ 800 bilhões, mas só conseguiu a aprovação de US\$ 700 bilhões. Ocorre que essa decisão de ajudar *Wall Street*, ao invés das famílias endividadas, teve um preço político alto para o governo Barack Obama. Além disso, o *risco moral ex ante* da possibilidade da não restituição dos empréstimos concedidos pelo governo Obama não foi bem avaliado politicamente.

4. Os déficits gêmeos da economia norte-americana e seus impactos no mundo

A crise financeira da economia dos EUA é, sintomaticamente, uma crise macroeconômica porque os seus déficits comerciais e fiscais são eventualmente produzidos nos mercados financeiros e depois transmitidos para a economia real. (Davidson, 1990). Enquanto isso, o sistema financeiro internacional é dependente do déficit da conta de transações correntes dos EUA para que a liquidez em dólares possa alimentar os mercados de bens de consumo, *commodities*, monetário e financeiro. O registro do grande fluxo do movimento da conta capital dos países emergentes do resto do mundo (China, Brasil e Índia) e também dos países desenvolvidos para os EUA têm como destino a compra dos títulos do Tesouro do governo norte-americano.

A hipótese da *instabilidade financeira* no sentido de Minsky, causada pelo déficit da conta de transações corrente da balança de pagamento da economia norte-americana, ajuda a compreender a relação existente entre o desequilíbrio macroeconômico das contas públicas (déficit fiscal) do governo norte-americano e as dívidas contraídas pelos governos da chamada Zona do Euro (dívidas soberanas) com o sistema bancário, como sendo um dos principais transmissores da instabilidade financeira sistêmica para os países do resto do mundo. Esta abordagem importa porque, realmente, persiste ainda um desequilíbrio estrutural tanto na balança comercial quanto nas contas públicas dos EUA, que já se arrasta algum tempo. Perelstein (2009, p. 3) afirma que são raras as teorias financeiras que procuram associar as causas da atual crise financeira mundial aos déficits gêmeos dos EUA.

4.1. Déficit estrutural do governo e a crise financeira internacional

Na tentativa de sensibilizar os membros do Senado para que plano fiscal do governo Bush, no valor de US\$ 150 bilhões, fosse aprovado, Henry Paulson, Diretor-chefe do Tesouro Nacional dos EUA, foi forçado a conceder redução de impostos para a classe média e incentivos fiscais às pequenas empresas. De qualquer maneira, a esta altura a crise financeira e a *travagem do crédito* já tinham provocado uma crise econômica com a redução dos gastos de consumo e de investimento, o aumento do desemprego e uma deflação. Mesmo com a queda da taxa de juros, a partir de 2008 em diante, ainda assim a perda da confiança dos bancos causou um racionamento do crédito por meio do aumento das restrições para a concessão de crédito, e isso dificultou o processo de recuperação no curto prazo da economia norte-americana.

Os indicadores macroeconômicos, registrados na Tabela 4, revelam o início da atual *Grande Recessão*. A recessão da economia norte-americana fica caracterizada pela queda do crescimento do PNB e pela subida da taxa de desemprego. A taxa de juros nominal, que tinha subindo entre 2006-2008, declina depois de 2008, mas sem nenhum efeito prático para os tomadores endividados. Os déficits gêmeos também aumentaram como mostra a mesma Tabela.

Tabela 4: Indicadores Econômicos dos EUA: 2006-2012

Indicadores Econômicos	Unidades	2008	2010	2011 ⁽¹⁾	2012 ⁽²⁾
PNB	US\$ Bilhões	13.161	12.087	13.287	13.524
Taxa de Crescimento do PNB	%	-0,34	-3,52	1,78	2,54
Investimento	% do PNB	18,09	15,84	15,83	16,25
Taxa de Inflação	%	0,70	1,69	2,47	0,87
Taxa de Juros	%	3,05	0,52	0,44	0,51
Taxa de Desemprego	%	5,80	9,63	9,09	9,04
Déficit Governamental Bruto	% do PNB	71,61	94,36	100,05	105,03
Déficit em Transações Correntes	% do PNB	-4,74	-3,24	-3,10	-2,13

Fonte: IMF (2011). (1) Até setembro de 2011. (2) estimativa do FMI.

Em 2011, o impasse político entre o poder executivo e o legislativo dos EUA contribuiu para o aumento do risco de uma grande depressão mundial. O partido republicano, tendo a maioria no Congresso, deixou o governo Barak Obama refém dos “radicais republicanos” quando o executivo teve de dificuldade de aprovar o aumento de verbas orçamentárias. Este fato criou um impasse político de alto risco que, se não fosse resolvido, poderia agravar mais ainda a crise financeira sistêmica internacional.

4.2. Déficit da balança comercial e crise financeira

A discussão acadêmica sobre o déficit da balança de comercial dos EUA tem sido dominada por duas posições antagônicas: i) a dos novos monetaristas ortodoxos que acreditam na velha hipótese de que os mercados tendem para o equilíbrio e, portanto, o desequilíbrio dos EUA com o comércio exterior do resto do mundo será resolvido pela via do mercado; e a dos monetaristas heterodoxos que defendem a idéia, oposta a dos monetaristas ortodoxos, de que o crescente aumento do déficit de transações corrente dos EUA, além de insustentável, poderá causar efeitos desastrosos à economia global.

O argumento dos monetaristas heterodoxos é de que se o déficit do comércio exterior dos EUA não for logo reduzido, isto poderá levar a ataques especulativos contra o dólar norte-americano – sobretudo se o gigantesco déficit fiscal dos EUA de US\$ 9.684 trilhões (setembro de 2008) continuar subindo, – que poderá resultar numa crise de grandes proporções para a economia global. Krugman (2007, p.438) anunciou que o crescente déficit da conta corrente dos EUA poderia levar a uma crise da moeda norte-americana.

De fato, enquanto, de um lado, a economia norte-americana gira o seu déficit de transações correntes; de outro, os países do resto mundo estão compensando este déficit da economia norte-americana com a entrada de fluxos de capitais à conta movimento de capital do balanço de pagamento dos EUA. Além disso, a atual crise financeira sistêmica vem forçando os grandes países emergentes – China, Brasil, Índia e Rússia – a converterem suas reservas internacionais em títulos de dívidas remuneradas de longo prazo do Tesouro Nacional dos EUA. [(Obstfeld, 1988); (Rogoff, 1999)].

Essas dívidas terão que ser pagas no futuro, assim se o dólar americano for aplicado apenas em gastos de consumo, ao invés de gastos de investimentos que poderão gerar mais renda agregada no futuro nos EUA, então um dia poderá chegar quando os dólares americanos não serão mais vistos como um bom investimento financeiro. A economia capitalista global está passando por uma *grande recessão*. A *incerteza* sobre as condições financeiras no futuro próximo e sobre os preços relativos dos estoques e fluxos das *commodities* têm impactados os investimentos em bens de capital fixo e a demanda por produtos manufaturados de uma maneira ainda não vista. Tudo indica que se trata da primeira grande crise do século XXI.

A transmissão dos efeitos do déficit do comércio exterior norte-americano para o mercado financeiro ocorre por meio do mecanismo do pagamento em dólares do excedente das exportações que é pago por meio do crédito dos exportadores estrangeiros com o saldo de dólares repassados à conta dos bancos norte-americanos. Quando os países exportadores do resto do mundo vendem seus bens e serviços para os EUA eles são creditados em dólares, mas devido o déficit na conta de transações correntes dos EUA estes dólares são destinados à compra de títulos do governo norte-americano que assim financia seu déficit fiscal. (Papadimitrou & Hannsgen, 2009). A consequência é que os dólares tomados de fora (isto é, dos países do resto do mundo) têm inundado em demasia o mercado financeiro americano.

Esses excedentes de dólares são usados pelo governo dos países exportadores do resto do mundo para comprar *securities* emitidas pelo governo dos EUA porque proporcionam uma melhor taxa de retorno. Mas é exatamente isso que vem inflando os preços dos mercados de *securities* nos EUA e tem levado a compra de todos os tipos de títulos de dívidas cujos riscos são desconhecidos, como os títulos de dívidas colateralizados por obrigações (CDOs) associadas com tomadores de alto risco. Na verdade, não somente a China, mas a maioria dos países exportadores que vendem bens e serviços aos EUA mantém superávits em suas contas correntes.

A queda da taxa de crescimento da maioria dos países da economia mundial, entre 2007-2011, sugere a trajetória de uma recessão profunda, como indica a Tabela 5.

Tabela 5: Taxas de Crescimento do PNB de Países Seleccionados: 2007-2012

Países Seleccionados	2007	2008	2009	2010	2011	2012 ⁽¹⁾
<u>Desenvolvidos</u>						
Estados Unidos	1,91	-0,34	-3,49	3,03	1,53	1,78
Japão	2,36	-1,16	-6,28	3,96	-0,47	2,30
Alemanha	3,39	0,81	-5,08	3,56	2,72	1,27
França	2,23	-0,21	-2,63	1,38	1,65	1,39
Reino Unido	2,68	-0,06	-4,87	1,35	1,14	1,58
Canadá	2,20	0,69	-2,77	3,21	2,08	1,90
<u>Emergentes</u>						
Brasil	6,09	5,16	-0,64	7,49	3,77	4,50
Rússia	8,53	5,25	-7,80	4,00	4,29	4,08
Índia	9,99	6,19	6,77	10,09	7,84	7,53
China	14,2	9,59	9,22	10,33	9,47	9,04
<u>Zona do Euro</u>						
Irlanda	5,18	-2,97	-6,99	-0,43	0,36	1,48
Portugal	2,39	-0,01	-2,51	1,33	-2,16	-1,84
Espanha	3,57	0,86	-3,72	-0,15	0,77	1,12
Itália	1,48	-1,32	-5,22	1,29	0,63	0,32
Alemanha	3,39	0,81	-5,08	3,56	2,72	1,27
França	2,23	-0,21	-2,63	1,38	1,65	1,39
Reino Unido	2,68	-0,06	-4,87	1,35	1,14	1,58

Fonte: FMI e Banco Mundial. ⁽¹⁾ Dados estimados para 2012.

Mesmo o Brasil, cujos *fundamentals* ainda são considerados relativamente bons o suficiente para evitar uma recessão, também vem sofrendo com a apreciação da taxa de câmbio. Além disso, o aumento do fluxo da entrada dólares na economia brasileira, entre 2009-2011, tem causado uma forte apreciação do real com dois efeitos: de um lado, uma redução das exportações de bens manufaturados que vem sendo compensada com o aumento das exportações de *commodities* de minerais, grãos e carnes; de outro, um aumento das importações de bens industriais que ameaça um processo de desindustrialização. Até agora as medidas fiscais tomadas pelo governo brasileiro não foram suficiente para reverter essa tendência. Mas, o governo federal e o Banco Central dispõem de outros instrumentos de política macroeconômica para conter a tendência de apreciação do real.

4.3. O contágio da crise financeira nos países da zona do euro

A luta por ativos de qualidade (*flight quality*) e a corrida para resgatá-los com vantagem lucrativa (*deliveraging fever*), igualmente com a mania especuladora dos preços das *commodities*, tem tido como resultado o reconhecimento de que o sistema financeiro internacional não poderá liberar o que os especuladores esperam: mais lucros do que o sistema pode conceder. Ademais, o “sistema bancário paralelo” (*paralleled banking system*) ajudou a piorar o processo de acumulação de dívidas. (Krugman, 2009, p. 166-172). A presente crise financeira internacional, que começa nos EUA e se propaga aos países da *Zona do Euro*, tem características singulares que podem ser explicadas pelo modelo de Minsky.

Durante a crise financeira norte-americana que se alastrou para a economia global, em 2007 a 2009, o mundo entrou numa profunda recessão que já dura quase quatro anos. Entre 2009-2011, a queda do crescimento do produto nacional bruto da

economia global atingiu níveis alcançados no começo da Grande Depressão. Os desequilíbrios da conta da balança de transação corrente de vários países, inclusive os países da chamada Zona do Euro, resultaram em desaceleração do crescimento econômico global. O aumento de gastos de governos para o resgate de instituições financeiras pode levar as economias a trajetórias insustentáveis de suas dívidas soberanas como vem ocorrendo com os PIIGS da zona do euro, como revela a Tabela 6.

Tabela 6: Dívidas soberanas dos países periféricos da Zona do Euro: 2006-2011
(Em % do PNB)

Países	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Grécia	116,9	115,0	118,1	133,5	149,1	165,1
Irlanda	29,2	28,7	49,6	71,1	98,5	112,6
Itália	116,9	112,1	114,7	127,1	126,1	127,7
Portugal	77,6	75,4	80,7	93,3	103,6	111,9
Espanha	46,2	42,3	47,7	62,9	67,1	74,1

Fonte: OECD (2011).

As dívidas públicas dos PIIGS da zona do euro aumentaram muito e a competitividade deles caiu bastante. A adoção do euro, como moeda regional forte, permitiu que os bancos dos países periféricos (Irlanda, Portugal, Grécia, Espanha e Itália) tomassem empréstimos dos grandes bancos dos países centrais da zona do euro e repassassem aos consumidores que aumentaram seus gastos de consumo como importante componente da demanda efetiva. O crescimento do crédito suportou esse aumento do consumismo, mas também forçou o aumento dos salários. Isso tornou as exportações dos países periféricos da Zona do Euro menos competitivas. Mais ainda, a pesada burocracia estatal e os graves problemas estruturais desencorajaram os investimentos produtivos nos países periféricos de baixa eficiência competitiva mesmo aqueles com os salários abaixo da média da UE.

Nesse ambiente de crise econômica, os desempregados se defenderam encontrando trabalho precário no mercado informal. Isso está ocorrendo tanto nos EUA quanto na União Européia. Além disso, na Zona do Euro (ZE), um grupo de países da periferia – Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha conhecidos pela sigla PIIGS – vem sofrendo os efeitos da crise financeira sistêmica global.

Rogoff & Reinhart (2008) têm afirmado que crises financeiras sistêmicas, com frequência, são seguidas de *dívidas soberanas*. A combinação explosiva de grandes déficits públicos e na conta em transações correntes deixou os países periféricos da Zona do Euro altamente endividados com os bancos e outras instituições financeiras dos países centrais da Zona do Euro – Alemanha, França, Inglaterra e Holanda – todos altamente alavancados, o que transformou a atual dívida soberana dos países periféricos em uma fonte de alto *contágio financeiro*. Mais ainda, a forte valorização do euro em relação ao dólar, entre 2008-2011, não só vem reduzindo a competitividade dos bens exportados desses países, como também tem aumentado o peso da dívida dos governos desses países, deixando-os mais vulneráveis a inadimplência e criando a ameaça de um efeito em cascata sobre os bancos e governos dos países centrais da Zona do Euro.

Enquanto países como a Alemanha buscavam reduzir seu desequilíbrio fiscal e melhorar sua produtividade industrial com mais inovações tecnológicas – após a Zona do Euro ter sido instituída – o oposto ocorria com a Espanha, Itália, Irlanda, Grécia e Portugal onde os desequilíbrios fiscais permaneceram altos e os custos da mão-de-obra subiram acima do aumento da produtividade. Por isso, agora se tem duas Europas ao invés de uma como pretendia a unificação da Europa com o euro. É claro que há outros gargalos que preocupam: por exemplo, as nações individuais da União Européia (UE) possuem diferenças econômicas, sociais, tecnológicas e culturais. A migração entre os

países da Zona do Euro – dos trabalhadores não qualificados dos países periféricos para os países centrais – esbarra em restrições institucionais que dificultam a mobilidade social dos trabalhadores migrantes. De fato, além da língua, da cultura e outros fatores sociais que dificultam a migração, a mobilidade do trabalho é modesta e isso só faz aumentar a taxa de desemprego aberto nos países da periferia da Zona do Euro e reduzir a migração do trabalhador para os países mais ricos. Igualmente problemático é também o fato dos países da periferia da Zona do Euro não disporem de uma *lei de responsabilidade fiscal* para evitar os desequilíbrios fiscais.

Deixar a política fiscal por conta das nações individuais inadimplentes limita o grau de ajuda a outras nações. Se essas diferenças persistirem e não houver uma saída política para a atual crise dos governos *Ponzi*, a UE correrá o risco de implodir. Se isso vier ocorrer, o rastilho da pólvora da grande recessão pode resultar numa grande depressão. A política de *austeridade fiscal* pode agravar mais a recessão em curso nos países da UE se não for pensado uma política alternativa que permita algum crescimento econômico. A crise de crédito dos bancos europeus é muito grave. O FMI, por intermédio da publicação do Global Financial Stability Report (GFSR), comunicou que os bancos europeus precisam de no mínimo €300 bilhões de euros, valor este bem superior aos €106 bilhões euros estimados pelo Banco Central Europeu para os líderes europeus em fins de outubro de 2011.

4.4. A grande recessão e seus impactos na economia brasileira

A crise financeira que começou nos EUA, e que se espalhou pelo mundo, atingiu os países da América Latina, porém alguns deles estão com seus sistemas financeiros mais fortes do que em outras épocas. Os efeitos da crise financeira sobre os mercados de ações e das moedas domésticas em termos de dólares dos países da América Latina (AL) se mostraram diferenciados, com o Brasil ficando em uma posição melhor do que em outras crises mundiais.

As políticas macroeconômicas utilizadas pelo Brasil, depois da intensa luta contra a inflação e contra os surpreendentes ataques especulativos nos anos de 1990, bem como a melhoria nos níveis de suas reservas internacionais, deixaram o país mais resistente aos choques externos. O governo brasileiro também vem usando a política fiscal para reduzir o risco de uma recessão. Mesmo assim, os dados da Tabela 7 revelam que, apesar das várias ações do governo federal, a economia brasileira não está isenta dos efeitos da recessão da economia mundial.

Tabela 7: Dados Macroeconômicos da Economia Brasileira: 2007-2012

Dados Macroeconômicos	Unidades	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Taxa de crescimento	%	6,09	5,16	-0,64	7,49	3,02	4,25
Investimento	% do PNB	18,32	20,68	16,50	19,25	19,82	20,55
Inflação	%	3,64	5,67	4,90	5,04	6,58	4,55
Taxa de Desemprego	%	9,28	7,90	8,10	6,70	6,70	7,50
Receita do Governo	% do PNB	35,65	36,32	35,58	37,51	36,73	36,38
Despesa do Governo	% do PNB	38,34	37,72	38,70	40,40	39,21	39,18
Transações Correntes	US\$ Bilhões	1.551	-28.192	-24.302	-47.365	-58.408	-66.580

Fonte: Bacen (2011).

Diante da dificuldade de uma ação política coordenada entre os governos dos países ricos, para superar a recessão em curso desde 2008, não poderá ser descartado o risco da possibilidade da recessão se transformar em uma depressão em escala mundial. Embora no momento de pesquisa deste ensaio não se vislumbre uma grande depressão, o impasse político tanto nos EUA quanto na Zona do Euro pode aprofundar a recessão da economia mundial.

A “guerra cambial” pode afetar a pauta exportação dos países exportadores de *commodities*, como o Brasil, em prejuízo das exportações de produtos industriais de maior agregado. Até mesmo a China e a Índia, que vinham apresentando altas taxas de crescimento até 2010, dão sinais de fadiga perante o agravamento da crise financeira internacional. Isso significa que o risco de uma *grande depressão* não poderá ser descartado. Essa possibilidade não pode ser descartada se a *crise de confiança* se agravar, com a travagem do crédito, e o comércio internacional e as economias nacionais não sinalizarem o começo de uma recuperação econômica.

Considerações finais

A crise do mercado de hipotecas subprime nos EUA foi a faísca que causou a explosão de todo o mercado financeiro norte-americano (que levou a quebra de bancos e outras instituições financeiras não-bancárias), mas não é a causa fundamental. Na raiz da crise financeira atual estão os desequilíbrios macroeconômicos e a subestimação do risco sistêmico nos EUA que conduziu a uma excessiva alavancagem financeira nos anos anteriores a crise.

O risco construído poderia ter sido evitado se as políticas financeiras fossem guiadas mais pelo senso pragmático, sugerido por Keynes, do que pela ideologia fundamentalista da crença do *mercado eficiente*. A combinação das inovações técnicas e financeiras nos mercados financeiros e monetários, sem regulação e supervisão adequada, levou a maior crise financeira dos últimos anos nos EUA.

Entretanto, há outros ingredientes importantes que devem ser considerados no quadro de análise macroeconômica da crise econômico-financeira dos EUA: o primeiro é a importância assumida pelos gastos de consumo doméstico em detrimento dos investimentos reais e das exportações líquidas na economia dos EUA; o segundo é a fragilidade do comércio internacional causada pelo aumento do déficit de transações correntes do balanço de pagamentos da economia dos Estados Unidos.

A economia norte-americana que vinha dando sinais de uma suave recuperação no primeiro semestre de 2011 voltou a desacelerar no segundo, com a queda dos gastos de consumo das famílias que representa 70% do produto da economia norte-americana. No atual primeiro semestre de 2012, há sinais de uma suave recuperação da economia dos EUA via aumento dos gastos de consumo das famílias. Apesar disso, os indicadores macroeconômicos não indicam ainda uma melhoria robusta no crescimento do PNB da economia norte-americana, pois isso requer um aumento mais robusto da demanda efetiva agregada em termos de um aumento crescente dos gastos das famílias em bens de consumo, sobretudo em bens duráveis, dos gastos dos empresários em investimentos privados e dos governos em investimentos públicos.

O encaminhamento da crise da periferia da Zona do Euro vem se tornando cada vez mais difícil de uma negociação, sobretudo no que se refere à Grécia devido às pressões da sociedade contra o primeiro ministro que está negociando um acordo que requer mais austeridade fiscal exigida pelos bancos e governos da França e Alemanha. A capacidade de carregamento das dívidas soberanas dos países periféricos da zona do euro, que atualmente estão em dificuldades de cumprir suas obrigações, não é fácil de ser resolvida.

Isto porque mais de 50% da dívida grega é dívida do governo. O aumento da capitalização dos bancos fragilizados é muito alta, estimada em €106 bilhões de euros, tende a sacrificar bastante a carteira de ativos desses bancos que devem elevar seus níveis de capital até meados de 2012. Isso tende a obstruir mais ainda o canal de crédito desses bancos que ficam com receio de emprestar para governos inadimplentes do tipo

Ponzi ou especulativo. Além disso, o FMI mostra uma necessidade de recapitalização desses bancos muito maior, em torno de €300 bilhões de euro. O Fundo de Financiamento de Estabilidade Europeu teve suas prerrogativas ampliadas para outros fins que não só empréstimos: i) compra de títulos de dívida soberana nos mercados, primário e secundário; ii) prestador de última instância a favor de países da zona do euro com possíveis sinais de contágio; e recapitalização de bancos.

Espera-se que o fundo europeu venha ter uma dotação de recursos monetários elevada para quatro ou cinco dos atuais €440 bilhões de euro por intermédio de esquemas de garantia ou através de veículos de propósitos especiais de investimento (SPV). Qualquer que seja a alternativa – compra de garantias pelas economias periféricas ou mesmo pelas economias centrais – a fragilidade financeira dos bancos e governos europeus tende a deteriorar a classificação da França de triplo A para uma classificação inferior, e isso acaba afastando os investidores estrangeiros. A possibilidade de ajuda de países emergentes, como a China e o Brasil, pressupõe uma série de pré-requisitos que impedem um acordo no curto prazo.

Quanto ao Brasil, apesar da grande recessão mundial já ter provocado alguns estragos na economia brasileira com a queda da taxa de crescimento do produto interno bruto de 7,5%(2007) para 3,2% (2010), este pode ter um futuro bem melhor do que os demais países do BRIC. A maioria dos países emergentes pode esperar um crescimento no médio prazo entre 4% a 8%, dependendo de cada país. Isso é muito mais significativo do que os 2% a 3% do desempenho esperado pelos países centrais nos próximos anos.

A taxa de crescimento da economia brasileira pode melhorar muito mais do que a taxa média anual esperada de 4,5% para 2012 e 2013. Para isso, o governo federal, o setor privado e a sociedade brasileira terão que realizar reformas inadiáveis como: a reforma da previdência, redução de gastos funcionais de custeio e aumentar o investimento em infraestrutura de logística, educação, da capacitação e treinamento de mão-de-obra, saúde e políticas públicas sociais que contribuam para a redução das desigualdades de renda e da riqueza.

Referências

BELLUZZO, Luiz Gonzaga (2009). *Os Antecedentes da Tormenta: Origens da crise global*. Campinas, Unesp/Facamp.

CHESNAIS, François (1996). *A Mundialização do Capital*. São Paulo, Xamã.

CHESNAIS, François (1998). *Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica*. In: *A Mundialização Financeira: Gênese, custos e riscos*. São Paulo, Xamã.

DAVIDSON, Paul (1990). “Macroeconomic Policy and the Twin Deficits”. *Money & Employment: The Collected Writings of Paul Davidson*, V.1. London, MacMillan.

HABERLER, Gottfried(1942).*Prosperidade y Depressão: Análisis teórico de los movimientos cíclicos*. México, Fondo de Cultura Económica.

ESTEY, James A. (1960). *Tratado sobre los ciclos económicos*. México, Fondo de Cultura Económica.

GALBRAITH, John Kenneth (1988). *1929: O Colapso da Bolsa*. São Paulo, Pioneira.

- KEYNES, J. Maynard (1982). *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo, Atlas
- KINDLEBERGER, Charles P. (1985). *La Crisis Económica, 1929-1939*. Barcelona, Crítica.
- KINDLEBERGER, Charles P. (2000). *Manias, Pânico e Crashes: Um histórico das crises financeiras*. Rio de Janeiro, Nova Fronteira.
- KREGEL, Jan (2008). “Minsky’s Cushion of Safety: Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market”. *Public Policy Brief, N° 93*. Levy Economics Institute of Board College, EUA. Ago./2008
- KRUGMAN, Paul (2009). *A Crise de 2008 e a Economia da Depressão*. Rio de Janeiro, Elsevier.
- MARX, Karl (1982). “Manifesto do Partido Comunista”. In: *Obras Seleccionadas de Karl Marx & Friedrich Engels*. São Paulo, Alfa-Omega.
- MAZZUCHELLI, Frederico (2009). *Os anos de chumbo: Economia e política internacional no entreguerras*. São Paulo, UNESP/FACAMP.
- MILL, John Stuart (1983). *Princípios de Economia Política: com algumas aplicações a filosofia social*. São Paulo, Abril Cultural
- OBSTFELD, M (1998). “The Global Capital Market: Benefactor or Menace.” *The Journal of Economic Perspectives*, v.12, n° 4, (Autumn), p.9-30.
- PAPADIMITRIOU, Dimitri B. & HANNSGEN, Greg (2009). “Recent rise in Federal Government and Federal Reserve Liabilities: Antidote to a Speculative Hangover”. *Strategic Analysis*. The Levy Economics Institute of Bard College, EUA, April 2009.
- PAULSON Jr., Henri M. (2010). *On the Brink: Inside the race to stop the collapse of the global financial system*. New York, Business Plus.
- PERELSTEIN, Julia S. (2009). “Macroeconomic Imbalances in the United States and their Impact on the International Financial System”. *Working Paper*, N° 554, The Levy Economics Institute of Bard College, EUA, march 2009.
- ROURINI, Nouriel & MIHM, Stephen (2010). *A Economia das Crises: Um curso-relâmpago sobre o futuro do sistema financeiro internacional*. Rio de Janeiro, Intrínseca.
- THUROW, Lester C. (1997). *O Futuro do Capitalismo: Como as forças econômicas moldam o mundo de amanhã*. Rio de Janeiro, Rocco.
- WRAY, Randall (2008). “Financial Markets Meltdown: What can we learn from Minsky?” *Public Policy Brief, N° 94*, Levy Economics Institute of Board College, EUA, April/2008.