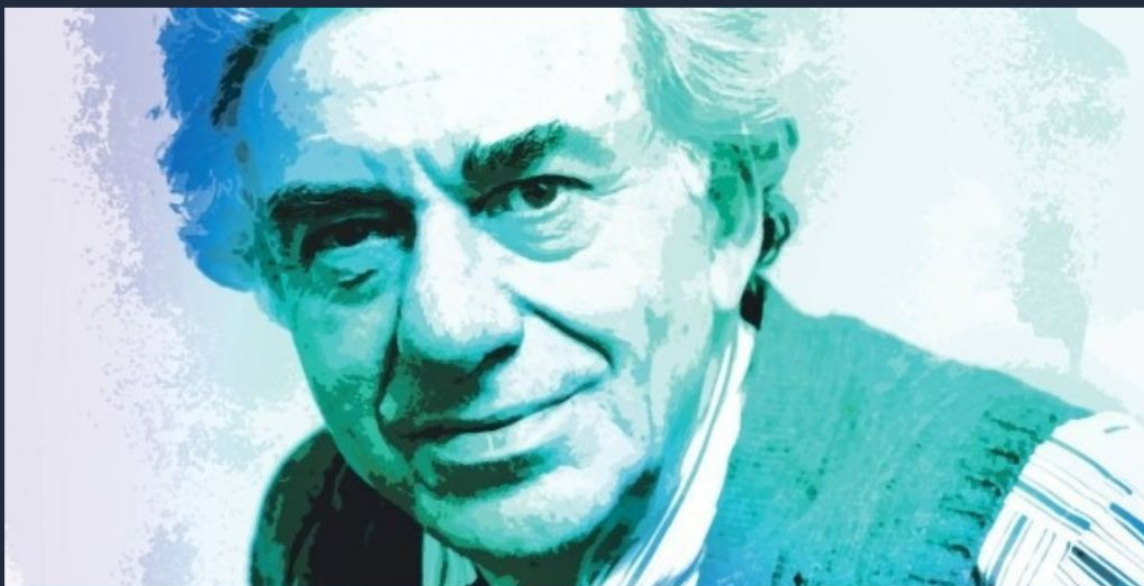


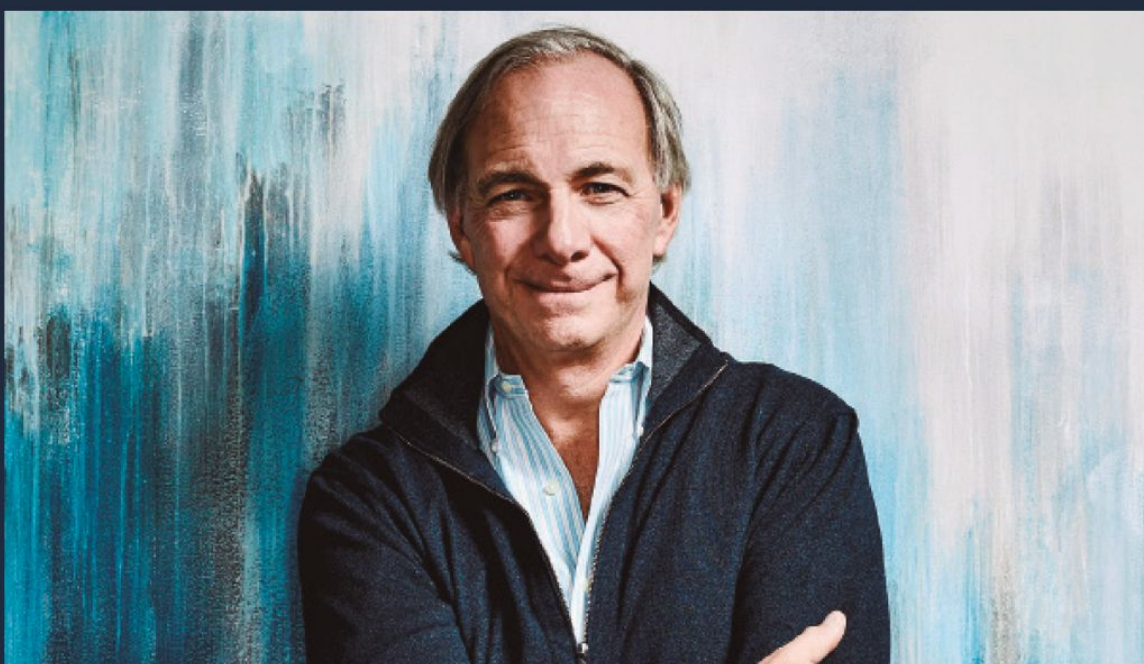
FERNANDO NOGUEIRA DA COSTA



HYMAN MINSKY

FINANCISTAS COMPARADOS

RAY DALIO



COSTA, Fernando Nogueira da

Financistas Comparados: Hyman Minsky e Ray Dalio.
Campinas, SP: Blog Cidadania & Cultura, 2023. 240p.

1. Finanças. 2. Moeda e Bancos.
3. Crédito e Dívida. 4. Métodos de Análise Econômica.
I. Título.

330
C837a

Sumário

Prefácio	5
PARTE I - BIOGRAFIAS.....	10
Capítulo 1. Biografia de Hyman Minsky.....	11
Autobiografia Inicial de Hyman P. Minsky	11
Biografia de Minsky: Pós-Graduação e Carreira	24
Capítulo 2. Autobiografia de Ray Dalio.....	32
Introdução	32
Formação: 1949-1967	35
Contexto 1967-1979.....	37
Contexto 1979-1982.....	44
Adversidade Pessoal: 1983-1994.....	48
Ponto de Virada	53
Contexto 1995-2010.....	61
Capítulo 3. Diferenças de Formação entre Hyman Minsky e Ray Dalio	65
Comparações entre Gerações de Financistas	65
Significado de Financista	71
PARTE II - IDEIAS BÁSICAS DOS DOIS FINANCISTAS.....	75
Capítulo 4. Ideias-Básicas de Hyman Minsky	76
Investimento Induzido e Ciclos de Negócios	76
Condições Financeiras de Sobrevivência de Empresas Produtivas	80
Instabilidade Financeira e Ritmo de Investimento.....	85
John Maynard Keynes por Hyman Minsky.....	89
Papel das Bolsa de Valores e dos Bancos.....	94
Fusões e Aquisições com Dívidas.....	98
Processo de Deflação de Dívidas	103
Investimento e Finanças.....	107
Dois Preços e Finanças.....	112
Investimento em Ótica de Financista.....	116
Investimento: Fenômeno Financeiro	120
Risco do Devedor e Risco do Credor: Determinantes da Taxa de Investimento	124
Variações das Condições de Financiamento	129
Instabilidade e Compromissos Financeiros	133
Taxonomia de Fluxos de Caixa	136
Fluxos de Caixa de Operações e Dívidas	139
Financiamento Coberto, Especulativo e Ponzi.....	140
Pesos dos Tipos de Financiamento	143
Impulso para o Financiamento Especulativo e Ponzi.....	145
Conclusões de Hyman Minsky	151
Capítulo 5. Ideias Básicas de Ray Dalio	153
Introdução: Endividados e Bela Desalavancagem	153

Princípios Econômicos.....	154
Funcionamento da Máquina Econômica	155
Funcionamento do Sistema Complexo baseado no Mercado.....	160
Uma Análise Detalhada das Desalavancagens	164
Crédito e Débito.....	169
Perguntas Comuns sobre Ciclos da Dívida	171
Modelo para o Ciclo Arquetípico em Longo Prazo com Grande Dívida	180
Hipótese Central	192
Princípios para lidar com a Ordem Mundial em Mudança	194
Fases do Grande Ciclo	203
Fase do Boom	203
Fase do Auge.....	205
Fase de Descenso.....	207
Resumo	209
<i>Considerações Finais: Comparativos entre Métodos de Análise de Financistas.....</i>	<i>211</i>
<i>Apêndice: Aplicações das Ideias dos Financistas</i>	<i>221</i>
Dura Lex Sed Lex: DREX.....	221
Atividades Bancárias Comerciais e/ou de Investimento	225
Política Pública de Emprego contra Pobreza	229
<i>Bibliografia.....</i>	<i>235</i>
<i>Obras do Autor com links para download.....</i>	<i>237</i>
<i>Sobre o Autor.....</i>	<i>244</i>

Prefácio

A Ciência da Complexidade é um campo de conhecimento cujo desafio intelectual é ser *transdisciplinar* por o mundo real não se apresentar compartimentado tal como são os focos das corporações profissionais especializadas. Busca compreender *sistemas complexos e dinâmicos*, isto é, variáveis ao longo do tempo.

Subsistemas do todo – “a verdade” ou “o mundo” – estão presentes em uma ampla variedade de domínios, desde a Biologia e Ecologia até a Economia, Sociologia, Física e muitos outros. A Ciência da Complexidade lida com subsistemas nos quais muitos componentes interagem entre si, costumeiramente *de maneira não linear*, levando a comportamentos emergentes e imprevisíveis – ou inesperados.

Um *sistema dinâmico não linear* é um sistema determinista, cujo comportamento futuro é previsível, segundo a Teoria do Caos, apenas se as condições iniciais do sistema forem perfeitamente conhecidas. A alta sensibilidade a se afastar das condições iniciais, porém, dá ao sistema não linear a característica de *instabilidade*. Por isso, é incorretamente confundido com um *sistema aleatório*.

São conceitos-chave da Ciência da Complexidade:

- *Emergência*: o surgimento de propriedades e comportamentos novos em sistemas complexos não são facilmente deduzidos apenas a partir do estudo de suas partes individuais.
- *Autossimilaridade*: padrões aparecem em configurações de diferentes escalas dentro de sistemas complexos.
- *Caos*: comportamento aparentemente aleatório surge em sistemas dinâmicos não lineares ao se afastar das condições iniciais.
- *Redes*: a representação de interações entre componentes de um sistema complexo é realizada como uma rede de interconexões entre nódulos, chamada de *rede complexa*.

- *Adaptabilidade*: há capacidade de sistemas complexos se adaptarem a mudanças em seu ambiente.

A Ciência da Complexidade usa uma variedade de ferramentas, incluindo Modelagem Computacional, Teoria de Sistemas, Teoria de Grafos e Matemática Avançada, para estudar e analisar sistemas complexos. Ela tem aplicações em diversas áreas e ajuda a compreender fenômenos complexos e a tomar decisões informadas em sistemas dinâmicos e interconectados.

Aqui, através da comparação de ideias de dois notáveis financistas, destacarei a aplicação desse método de análise em Economia e Finanças. Os *sistemas dinâmicos não lineares* serão exemplificados com os movimentos históricos da economia mundial.

As teorias de Finanças e a Ciência da Complexidade têm abordagens diferentes. Elas se sobrepõem em alguns pontos, especialmente, quando se trata de compreender os mercados financeiros e os comportamentos interativos dos agentes econômicos.

Uma das maneiras de comparar essas duas disciplinas, é distinguir a *abordagem analítica* de uma e a *abordagem descritiva* de outra. As teorias financeiras tradicionais, como o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM) e a Hipótese de Mercados Eficientes (HME), têm uma *abordagem analítica* ao fornecer previsões quantitativas e modelos simplificados para precificação de ativos e tomada de decisão financeira.

A Ciência da Complexidade adota, inicialmente, uma *abordagem mais descritiva*, tentando entender os sistemas financeiros como sistemas complexos com múltiplos componentes interconectados e comportamentos emergentes. Depois de ponderar os nódulos-chave, analisa suas redes de interconexões.

Têm diferentes hipóteses sobre o *comportamento humano*. As teorias financeiras tradicionais presumem os agentes financeiros, como investidores ou rentistas, agirem de forma racional e buscarem sempre maximizar o lucro. A Ciência da Complexidade contempla as Finanças Comportamentais e considera o comportamento humano adaptativo, não linear e influenciado por uma série de fatores psicológicos e sociais. A heterogeneidade comportamental resulta em comportamentos coletivos imprevisíveis nos mercados.

Quanto a modelos e simulações, as finanças tradicionais usam modelos matemáticos para representar e prever o comportamento dos mercados financeiros. A Ciência da Complexidade usa simulações computacionais, para estudar sistemas financeiros, permitindo a modelagem de interações complexas entre agentes e a observação de comportamentos emergentes.

As teorias financeiras tradicionais se concentram em previsões em curto prazo e no valor presente de ativos, após descontado o custo de oportunidade de seus rendimentos futuros. A Ciência da Complexidade tem uma perspectiva histórica mais ampla, contempla o longo prazo ao observar a dinâmica de sistemas financeiros.

Em suma, as teorias financeiras tradicionais baseiam-se em modelos analíticos e simplificações para tomada de decisões financeiras; a Ciência da Complexidade adota uma abordagem mais abrangente e descritiva ao considerar os sistemas financeiros como sistemas complexos com comportamentos futuros incertos.

Ambas as abordagens têm seu lugar no estudo dos mercados financeiros. Minha pesquisa aqui explora a integração dos *insights* da Ciência da Complexidade às Finanças, através da comparação dos métodos de análise de dois notáveis financistas de gerações distintas – Hyman Minsky e Ray Dalio –, para uma compreensão mais completa dos mercados financeiros e dos comportamentos dos investidores.

Eles são dois proeminentes pensadores na área de Finanças, mas suas teorias são distintas de várias maneiras. Compartilham algumas semelhanças conceituais a respeito de *crises de dívidas*.

Hyman Minsky é conhecido por sua teoria de predominâncias periódicas de certas posturas financeiras dos agentes econômicos. Ao moverem-se entre elas, os mercados financeiros passam por fases de euforia, especulação e, finalmente, crises financeiras. Ele argumenta *a estabilidade financeira ser desestabilizadora* por levar ao risco excessivo com menor margem de segurança, devido os credores e os devedores se tornarem mais complacentes.

Para Minsky, a inovação financeira nas brechas não cobertas por regulamentação do Banco Central leva a um aumento na complexidade dos instrumentos financeiros. Torna o sistema

financeiro mais vulnerável a choques, sugerindo a Autoridade Monetária [*Big Bank*] fazer uma supervisão bancária rigorosa com política de crédito direcionado – e não adotar uma política monetarista de controle geral e permanente do agregado monetário.

Minsky acreditava o setor público [*Big Government*] deveria sim desempenhar um papel na estabilização do sistema econômico-financeiro. Caberia intervir, em conjunturas de crise financeira, para evitar a degradação da economia produtiva.

Ray Dalio é o dono e gestor do maior fundo de *hedge* dos Estados Unidos. Ficou conhecido por seu livro *Princípios*, publicado em 2017, no qual ele compartilha sua filosofia de investimento.

Está baseada em princípios econômicos e de gestão crítica por toda sua equipe. Ele enfatiza a importância de entender os princípios econômicos com base em debate com o confronto plural das ideias divergentes para tomar as melhores decisões de investimento.

Dalio também reconhece a existência de *ciclos econômicos*, inseparáveis de *ciclos de crédito e dívida*. É fundamental para os gestores e investidores, em Finanças, entenderem em qual fase a economia está na evolução cíclica para perceber como isso afetará os próximos passos nos mercados financeiros.

A abordagem de Dalio evoluiu em relação à tradicional Teoria do Portfólio, a fim de reduzir o risco, com maior diversificação de ativos e a alocação na carteira com base em não correlação dos movimentos entre múltiplas classes de ativos. Sua escala de análise é global e em longo prazo ao analisar os movimentos evolutivos da complexa sociedade humana.

Embora ambas as teorias considerem a importância dos ciclos econômicos e reconheçam a possibilidade de crises financeiras, as abordagens de Minsky e Dalio são diferentes. Minsky se concentra mais na dinâmica de participantes do mercado financeiro e no papel do setor público na estabilização, enquanto Dalio enfatiza princípios econômicos gerais e estratégias de investimento.

Ambos têm contribuições valiosas para o entendimento de Finanças, mas suas teorias são aplicadas de maneira diferente. Minha hipótese inicial, diante deste estudo de pensamentos econômicos, é

Hyman Minsky adotar o *individualismo metodológico* como método de análise, enquanto Ray Dalio pratica o *holismo metodológico*.

Tanto a abordagem *bottom-up* [de baixo para cima] de Minsky quanto a *top-down* [de cima para baixo] de Dalio são estratégias válidas de processamento de informação e ordenação do conhecimento na elaboração de teorias científicas. Podem ser vistas como abordagens de pensamento em Finanças, cujo saber é imprescindível a qualquer economista atualizado.

PARTE I - BIOGRAFIAS

Capítulo 1. Biografia de Hyman Minsky

Autobiografia Inicial de Hyman P. Minsky

Hyman Minsky (1919-1996) era filho de dois imigrantes mencheviques bielorrussos. Eles haviam deixado a Rússia após a revolução de 1905. Ambos eram militantes socialistas.

Eles se conheceram na América em uma festa para comemorar os 100 anos de Karl Marx, patrocinada pelo Partido Socialista dos Estados Unidos. Seu pai era membro da seção judaica desse Partido em Chicago.

Em um capítulo do livro de J. A. Kregel (eds.) - *Recollections of Eminent Economists* (Volume 1 - Palgrave Macmillan UK; 1988), em dez páginas, Hyman P. Minsky narra sua *autobiografia* no início de sua carreira como financista e teórico inovador.

Entrou na Universidade de Chicago, no primeiro ano de graduação, em setembro de 1937. Tinha a intenção de se formar em Matemática e Física.

A simples crônica de fatos da vida pessoal não fala da sua trajetória intelectual e política encaminhada para a Economia.

Hoje, a Economia da Escola de Chicago está associada a uma posição metodológica, ideológica e doutrinária especial: a *monetarista* de Milton Friedman. Esta não era a realidade quando Minsky esteve lá.

O Departamento de Economia tinha espaço para radicais como Oskar Lange, liberais como Douglas, moderados como Viner, bem como o início de um agrupamento conservador com Knight, Simons e Mints. Mesmo estes considerados os ancestrais intelectuais da presente Escola de Chicago – Frank Knight e Henry Simons – não eram, pelo menos no entendimento do Minsky como jovem estudante, tão rígidos e ideologicamente duros como os 'tipos de Chicago' de hoje.

Em linguagem metafórica, os conservadores de Chicago, no fim dos anos 1930, seriam misturas de “água doce” (região dos lagos) e “água salgada” (costas leste e oeste). A Economia em Chicago era mais aberta, rigorosa e séria. Qualquer Departamento ao percorrer o espectro desde Knight até Lange tinha de ser intelectualmente aberto.

Os cinco anos acadêmicos passados ali, entre 1937 e 1942, constituíram um lugar especial para a formação de Hyman Minsky. O compromisso com a aprendizagem e o discurso mais profundo, especialmente nas humanidades e nas disciplinas sociais, era honesto.

Havia, segundo sua opinião, relativamente pouco da postura intelectual depois característica de grande parte dos praticantes da Ciência Econômica. Pesquisas e consultorias voltadas para o setor privado eram raras.

Além disso, embora o principal compromisso da professores e alunos era para sua disciplina ou futura disciplina, a organização e o currículo da universidade apoiavam a interdisciplinaridade. Havia interações entre áreas de conhecimentos diversas.

Isso significava as aproximações entre os campos de estudo eram um resultado normal. Por exemplo, enquanto estava em Chicago, Minsky tornou-se próximo do neurologista Jerome Lettvin e o matemático Walter Pitts, inclusive, mais tarde, quando Minsky estava em Harvard, depois da guerra, e eles estavam no MIT, eles dividiram quartos juntos com Oliver Selfridge, cujo trabalho era com Inteligência Artificial.

Tanto na graduação, quanto na pós-graduação – em Chicago e em Harvard –, Minsky nunca se ligou fortemente aos seus colegas ao estudar Economia. Esta é mais interessante em lugar dos economistas.

A sociedade, isto é, o mundo fora da Universidade, pesava sobre si no seu tempo de graduação. Entrar na Universidade de Chicago coincidiu com a mudança de sua família de Nova York para Chicago em junho de 1937.

Na época, a organização do CIO (Congresso de Organização Industrial), as várias tentativas e erros do *New Deal* e os acontecimentos internacionais, como o triunfo do fascismo de Franco na Guerra Civil espanhola contra os republicanos democratas, a “Política de Boa Vizinhança” (imperialista) de Roosevelt, os julgamentos de Moscou sobre Stalin, depois do Pacto de Hitler e a guerra na Europa, tudo isso fazia parte do ambiente político.

Para o aluno da época, a Universidade exigia disciplina e oferecia estímulo intelectual, muito trabalho, muita conversa e envolvimento político. A necessidade sentida de tentar moldar o mundo significava a vida estudantil muitas vezes se centrar na atividade política.

Quando Minsky contou a história de sua formação acadêmica, a importância de envolvimento político na determinação da sua decisão de estudar Economia ficou evidente.

Em seu primeiro ano em Chicago (1937-1938) viajava desde o oeste da cidade. Isso levava uma hora e meia, em cada sentido, todos os dias, em uma combinação de bonde e linhas elevadas de trem. Esse tempo foi usado para leitura.

Por causa dos cursos, sua leitura era principalmente nas Ciências Sociais, pois Matemática e Física não era tão fácil de estudar durante o deslocamento. Como resultado, foi o único aluno com realização de toda a leitura – obrigatória e suplementar – no curso de Ciências Sociais. Isso foi compensado nos exames quando ganhou um prêmio em dinheiro substancial.

A Economia fazia parte de uma sequência de Ciências Sociais. No programa de Chicago, a Economia era introduzida aos alunos como parte do estudo da sociedade, onde História Econômica, Ciência Política, Sociologia, Antropologia e ela faziam parte de uma sequência destinada a *compreender a sociedade moderna*.

Era método muito superior à prática usual de ensinar Economia isoladamente em um curso. Se fizesse do jeito desejado por Minsky, o curso padrão em Ciência Econômica seria eliminado e ela seria introduzida no contexto das Ciências Sociais e da História. *A atual maneira americana de ensinar Economia leva a economistas americanos bem treinados, mas mal-educados.*

O professor Frank Knight deu uma série de palestras em seu curso. A ideia do mercado como mecanismo social, para alcançar a cooperação, foi um aspecto notável de suas palestras. Respeito e valorização do poder dos mercados foi inculcado nesta primeira exposição da Economia vista por Minsky.

Outras leituras em Economia no curso foram o Livro III de Marshall, o *Positive Program for Laissez-Faire* de Simons, algumas seleções de Marx, substancial quantidade de história econômica e um pouco menos de um livro didático padrão. As leituras sérias, palestras de estudiosos criativos e discussões em sala de aula levaram a mais realizações se comparado a um curso normalmente realizado em um ano inteiro de Introdução de Economia em outras instituições.

Como resultado tanto do seu desempenho como aluno quanto do seu ativismo político, tornou-se bastante próximo de dois membros do corpo docente, Gerhard Meyer e Maynard Kreuger.

Kreuger, com o tempo, tornou-se mais conhecido como político em vez de ser como economista, pois foi candidato do Partido Socialista a vice-presidente. Meyer, um refugiado alemão, sempre pretendia retomar as pesquisas sobre ciclos econômicos feito na Alemanha, mas nunca foi capaz de escapar do tempo de sua pesada carga de ensino. Minsky sentia ser um privilégio ter Meyer como amigo.

Ele nunca estava muito ocupado ou assediado pela carga de ensino para passar o tempo conversando e cuidadosamente explicando tudo perguntado. Essa amizade continuou depois da saída de Minsky de Chicago. Ele permaneceu em dívida intelectual com Gerhard Meyer, um economista dedicado.

Vários anos depois da Segunda Guerra Mundial, quando ele estava completando seus estudos de pós-graduação em Harvard, Kreuger e Meyer tentaram o localizar, durante a primavera de 1946, para lhe oferecer uma posição como professor na sequência de Ciências Sociais. Sua carreira teria tomado uma direção distinta, se eles tivessem o localizado e ele estivesse em Chicago como um membro do corpo docente júnior, quando a Comissão Cowles floresceu e Milton Friedman inventou a Escola de Chicago.

Nas primeiras semanas do ano acadêmico de 1938-1939, sua mãe faleceu. Como resultado, mudou para o campus e parou seu longo deslocamento de casa para a Universidade. Em janeiro de 1939, mudou-se para uma cooperativa habitacional recém-criada: a Ellis.

Ela foi um fórum onde ocorreu o aprendizado interdisciplinar. Muito da sua educação ocorreu em Ellis porque amizades profundas foram formadas neste ambiente de união entre estudantes.

Apesar de iniciar sua graduação com a intenção de especializar-se em Matemática e Física, no início de 1939, talvez em reação à morte de sua mãe, quando tinha vinte anos, Minsky já sabia claramente: não queria passar o resto da sua vida calculando em Matemática, embora pelo resto do ano acadêmico, ele estivesse 'preso' ao programa de Matemática-Física. Então, grande parte das suas energias foram direcionadas para *atividades políticas*.

No inverno de 1939, Oscar Lange, então professor visitante membro da Universidade de Chicago, deu uma série de palestras, no centro de Chicago, para o Partido Socialista de Chicago. O objeto foi a teoria econômica do socialismo. Minsky foi às palestras.

Elas foram um modelo de clareza na exposição, tanto de como uma economia de mercado alcança '*eficiência*', quanto de como a descentralização das decisões do socialismo de mercado seriam um meio de alcançar uma aproximação ao possível de se alcançar teoricamente pelos livres mercados, mas, sob o capitalismo, os mercados não foram capazes de alcançar. *O socialismo seria um mecanismo para fazer os mercados funcionarem.*

O curso curto de Lange mostrou como a economia era interessante e importante. Uma noite, depois de uma das palestras, Lange e Minsky estavam em uma plataforma de trem elevada, varrida pelo vento, esperando por um trem para os levar ao lado sul de Chicago e da Universidade. A essa altura, Lange sabia ele ser um aluno de lá.

Na conversa, Minsky expressou sua insatisfação com seu curso de Matemática. *Lange o sugeriu estudar Economia.*

No mesmo inverno, Angelica Balabanof excursionou pelos Estados Unidos para divulgar a publicação de sua autobiografia, *Minha Vida como Rebelde*. O *Socialist Club* patrocinou sua aparição na Universidade. Paul Douglas, grande admirador dela, não só presidiu a reunião, mas contribuiu com a magnífica soma de US\$ 100 para seus honorários.

Após a palestra, Douglas ofereceu uma recepção em seu apartamento. Os alunos organizadores do encontro foram convidados.

Minsky se sentia mal no ambiente social desconhecido. Lange estava lá. Ele apresentou-lhe a um amigo dele, um visitante britânico igualmente pouco à vontade. Daí passou a maior parte da noite conversando com Abba Lerner!

Ele acabara de chegar do México, onde aparentemente tentou convencer Trotsky de o marxismo necessitar ser revisto à luz dos novos *insights* devidos a Keynes. Uma amizade de quarenta anos começou então.

Como resultado do seu envolvimento com a visita de Angelica Balabanof, Paul Douglas lhe via como uma pessoa 'limpa' à esquerda, alguém não 'contaminado' pelo leninismo ou stalinismo. Durante o restante da sua estadia em Chicago, enquanto a política estudantil e a política mundial davam uma guinada ou outra, ele participou de vários episódios iniciados por Douglas com o papel de garantir os esforços bem-intencionados não serem subvertidos ou capturados por grupos estudantis comunistas, ou seja, stalinistas.

O nome de Douglas na Economia está ligado à função de produção Cobb-Douglas, uma das pedras fundamentais das versões mais simples da teoria neoclássica. No entanto, Douglas não era um teórico neoclássico comum.

Ele era um especialista muito perspicaz no estudo da sociedade e tentava persuadir por recursos matemáticos outros acreditarem em suas descobertas econométricas. Em seus vários cursos, ele frequentemente ficava entusiasmado com as visões utópicas de Robert Owen e tomou a sério as teorias de barganha na determinação salarial como os Webbs colocaram adiante. Todos eram socialdemocratas.

Douglas mais tarde se tornou um grande senador liberal de Illinois. No mandato dele como presidente do Comitê Econômico, durante o segundo mandato de Eisenhower, ele lançou as bases para as iniciativas econômicas dos anos Kennedy-Johnson.

As lições aprendidas por Minsky com Douglas é qualquer ferramenta analítica formal – como a própria função de produção Cobb-Douglas – explica pouco dos acontecimentos no mundo. Para serem úteis, as ferramentas analíticas devem ser incorporadas uma compreensão das instituições, tradições e legalidades do mercado.

Além disso, Douglas, por seu compromisso apaixonado com a justiça social, serviu de exemplo de *como o ceticismo de um intelectual pode unir-se à paixão de um reformista*.

Durante as férias da primavera de 1939, integrou um grupo de cinco estudantes da Universidade em viagem para o sul (Memphis, Tennessee) para visitar a sede e ir a campo com os organizadores do *Southern Tenant Farmers Union*. Esta experiência transcendeu as preocupações abstratas do estudante com o racismo e a pobreza americanos.

Foi uma lição de *como boas intenções podem levar a desastres*. Uma massa de meeiros (brancos e negros) foi expulsa das terras ricas ao longo do Mississippi em resposta a incentivos para latifundiários encontrados no programa algodoeiro da administração Roosevelt. A lição foi clara: *a política pode propor, mas a economia dispõe*.

Na primavera de 1939, com o término de seu segundo ano na Universidade, Minsky teve de declarar sua intenção acadêmica doravante. Seguindo o conselho de Lange, foi ao Departamento de Economia para assinar a matrícula como estudante.

Minsky apresentou uma transcrição do seu registro e um programa prospectivo de estudo ao professor Frank Knight, o chefe do Departamento. Ele não tinha créditos de cursos equivalentes para se formar em Economia. Além disso, seu programa prospectivo era muito pesado em Matemática. Depois de algumas perguntas, Knight concluiu: Minsky não deveria se formar em Economia!

O professor Knight argumentou ele estar muito perto de concluir os requisitos do curso de Matemática. O programa para o seu terceiro ano completaria os requisitos. Dessa forma, Minsky teria maior liberdade de escolha depois e poderia evitar o caracterizado por Knight como "cursos desnecessários exigidos dos graduandos em Economia".

Daí lhe sugeriu: deveria se formar em Matemática e se especializar em Economia. Lá foi ele de volta para o Departamento de Matemática. O orientador de sua monografia também se opôs a uma guinada para a Economia, porque, em sua opinião, esta não incorporava nenhuma Matemática!

Além disso, como não havia precedente para tal arranjo, Minsky precisaria pedir uma permissão especial. Ocorreu então uma negociação na qual o pessoal da Matemática, com pouco ou nenhum conhecimento sobre a substância da Ciência Econômica, selecionou uma combinação de Estatística e Economia para ele fazer como trabalho de conclusão de curso.

A seleção foi inepta: após presenciar vários cursos teóricos de pós-graduação, no Departamento de Estatística, foi escalado para assistir um de Estatística em Economia. Neste curso, a abordagem era como plotar pontos em diagramas para fazer correlações...

Os três anos seguintes em Chicago foram extraordinariamente estimulantes. Knight estava certo. Ao se formar em Matemática e ser estudante especial em Economia, Minsky teve uma liberdade extraordinária para seleção de cursos.

Pode fazer cursos com visitantes como Bertrand Russell, R.H. Tawney e M.R. Cohen, além de cursos memoráveis de Economia, além dos de Lange e Douglas, assistiu os de H. Gregg Lewis, Henry Simons e Jacob Viner. Gregg Lewis ministrou um curso sobre Moeda e Bancos.

Fez vários cursos com o Knight. A partir de suas discussões do livro de Hicks, *Valor e Capital*, e de Keynes, *Teoria Geral*, ele perdeu os pontos principais sobre Finanças. Minsky reconheceu certos flashes de brilho em suas palestras, mas, em sua mente, ele não possuía a clareza e compreensão de Lange.

Muitos em Chicago foram muito influenciados por Knight. Talvez Minsky não fosse intelectualmente sofisticado ou maduro o suficiente para sondar sua profundidade, talvez usasse antolhos, devido às suas opiniões políticas, mas nunca achou Knight um professor inspirador ou um escritor de grande impacto.

Na sua opinião, tudo o dito por Knight já era conhecido devido às suas aulas no curso de Ciências Sociais, como os escritos sobre a organização socioeconômica. Sua reação à *Teoria Geral* de Keynes foi resumida pela frase-de-efeito: "*O que não é novo é bom e o que é novo não é bom*".

Minsky terminou rapidamente os cursos de graduação. No seu último ano, ele estava fazendo principalmente cursos de pós-graduação em Economia. Ele também evitou fazer um exame de idioma para não se formar e perder sua bolsa de estudos.

Além de Lange e Douglas, as influências mais significativas na formação universitária de Minsky foram Viner e Simons. Viner era brilhante, incisivo e formidável.

Os *Princípios* de Marshall foi o livro principal em seu primeiro curso de pós-graduação em teoria. Alunos asseguram Viner ter ensinado teoria com métodos derivados da Inquisição espanhola. Os alunos eram chamados para arguição e muitas vezes eram humilhados.

Muito da acuidade associada à Economia de Chicago foi devido a Viner. Sua crítica clássica à *Teoria Geral* de Keynes estabeleceu a base para muito daquilo mais tarde conhecido como a *síntese neoclássico-keynesiana*. Porém, Viner praticamente desapareceu como referência para economistas de Chicago.

Ter um bom desempenho no primeiro curso teórico de pós-graduação de Viner foi importante para progredir no Departamento. Suas notas rapidamente se tornaram públicas, pelo menos para o corpo docente. As notas de Viner eram submetidas aos colegas antes de Minsky as receber.

Lewis lhe levou a estudar para '*planejar seu futuro, traçar uma carreira*'. Ele lhe disse: sua admissão à pós-graduação, bem como bolsa, estavam praticamente garantidos.

Nos anos seguintes, Simons tornou-se uma influência quase tão grande no meu pensamento como Lange. Ele era um liberal clássico com um forte viés individualista-igualitário. Seus preconceitos eram fortes. No ponto de vista dele, *o objetivo social dominante era a manutenção e extensão da democracia parlamentar.*

Era consciente de haver uma contradição entre a construção dos economistas de competitividade dos mercados e a dinâmica da busca do lucro empresarial. Esta levava naturalmente ao desenvolvimento do poder de mercado em monopólios, oligopólios ou mesmo carteis.

Na visão de Simons, os desvios da concorrência eram graves, tanto ou mais por causa de seu efeito na distribuição de riqueza e poder em vez de ser pelo seu efeito sobre a eficiência da alocação. Ele era preocupado com a distribuição de riqueza ser inconsistente com a manutenção da democracia. Como a sobrevivência e extensão da democracia era o objetivo principal, a intervenção governamental com um programa positivo era necessária para alcançar tanto mercados competitivos quanto uma distribuição tolerável de renda.

No início das aulas, Simons lia um jornal, cujas páginas estavam esfarrapadas e tinham muitas passagens escritas, destacando seu credo ou suas crenças filosóficas. O objetivo do exercício era *as crenças e a ideologia serem determinantes incisivos das prescrições políticas.*

Os alunos tinham o direito de saber de onde vinham as opiniões de seus professores. Opiniões de Simon sobre tributação de renda pessoal, controle radical do monopólio e contra os perigos do poder sindical eram destacadas.

Extremos de má distribuição de renda e concentração de poder se tornavam restrições do mercado e eram *anátemas*, porque ameaçava minar a democracia efetiva. *Anátema* significa excomunhão, execração, maldição, reprovação enérgica.

Uma das doutrinas associadas a Henry Simons e seus contemporâneos em Chicago é tudo ser *100% dinheiro*. Em tal sistema monetário, verdadeiramente, a quantidade de dinheiro só mudaria com um superávit fiscal, capaz de reduzir a quantidade de

dinheiro emitida, ou um déficit governamental capaz de aumentar a quantidade.

Simons defendia um governo substancialmente maior se comparado ao vigente. Em seus escritos sobre tributação, achava o imposto de renda pessoal necessitar ser progressivo. Seria cobrado para aumentar fundos suficientes para os orçamentos serem equilibrados de acordo com as metas de crescimento da renda.

Essa combinação de políticas deu a Simons e aos economistas de Chicago a fama de tudo lá ser associado a "100% dinheiro". Haveria *um mecanismo contracíclico automático*, via política fiscal e política monetária, para fornecer liquidez quando o investimento ficasse aquém do montante necessário para atingir o pleno emprego.

As implicações da *Teoria Geral* para política econômica ainda não tinham sido elaboradas pela opinião especializada. Sem revolucionar a teoria com o papel das Finanças, Simons e outros apresentaram um 'regime' de política pressuposto consistente com a *Teoria Geral*.

Henry Simons levantou questões sobre a boa sociedade com "financeirização" *avant la lettre*, inclusive as limitações a ser colocadas no poder de emitir passivos, coisas raramente ditas naqueles dias. Simons pode ter se chamado de *liberal*, embora depois os conservadores o reivindicaram como membro de suas hostes.

Mas, na verdade, ele apresentou propostas para uma reconstrução radical do capitalismo. Mesmo agora Simons merece ser considerado um pensador radical ou reformista.

Oscar Lange foi uma influência sempre presente durante os tempos de Minsky como estudante de Economia em Chicago. Embora ele tenha esgotado sua cota fazendo todos os cursos dele, inclusive um curso memorável de Teoria do Ciclo de Negócios, onde foi analisado Keynes, Marx e as conexões entre eles, a influência foi principalmente por meio de encontros extraclasse.

Logo após seu encontro com Lewis e Viner, Minsky se lembrou de Lange lhe chamando de lado e aconselhando sobre *como devia se vestir e se portar* no Departamento. Ele usou a frase '*Sempre*

comprometa-se com as convenções, mas nunca tenha compromisso com a ideologia'.

Lembrou-se dessa observação muitas vezes, com alguma amargura, enquanto a história política se desenrolava. Muitas vezes discutiam a guerra. Minsky começou na posição de antibélico radical.

Logo após a invasão da Noruega, Lange observou: "*Isso é não uma guerra pelo socialismo, mas pela possibilidade do socialismo*". Essa observação foi influente e lhe fez avançar em direção a uma aceitação da guerra e a necessidade da participação dos Estados Unidos.

Lange foi sem dúvida a maior influência no desenvolvimento intelectual de Minsky durante estes anos. Seu programa de pesquisa era consistente com o Lange de 1939-1942.

Nem então, nem depois, Minsky achava o aprendido com Simons e Lange ser incompatível entre si. A seu ver, *o socialismo de Lange* tinha mais em comum com *o capitalismo de Simons* em vez de com *o socialismo de Stalin*, e *o capitalismo de Simons* tinha mais em comum com *o socialismo de Lange* em vez de com *o capitalismo de Hitler*.

O importante não seria a propriedade ser privada e os rendimentos derivados da propriedade. Mais importante seria *a sociedade ser democrática e humanista*.

Enfim, concluiu Minsky, entre 1937 e 1942, a Universidade de Chicago era um ótimo lugar para começar a ser um economista. Os economistas de lá cobriram um amplo espectro de pensamento. Não havia uma Escola de Chicago apenas com o monetarismo dominante.

A ênfase no rigor intelectual e na seriedade era aliada a uma ampla definição do assunto. Apenas Lange (e talvez Douglas) do corpo docente sênior simpatizava com Keynes, mas esse "esnobismo" talvez isso se devesse à aceitação prévia (e consensual) pelos outros membros do corpo docente da necessidade de um forte sistema fiscal expansionista como a política necessária durante a Depressão.

Tendo chegado a esta conclusão sobre a política 'keynesiana' como não sendo inovadora, os economistas ortodoxos em Chicago não sentiram grande necessidade de revolucionar a teoria econômica.

Minsky recebeu seu diploma de bacharel em Matemática na primavera de 1941. Após a formatura, o Departamento de Economia da Universidade de Chicago lhe ofereceu uma vaga em seu programa de pós-graduação com bolsa de estudos.

Um ano depois, o professor Oscar Lange o sugeriu ingressar em um grupo de pesquisa em planejamento do pós-guerra, reunido em Harvard pelo professor Wassily Leontief. Na primavera de 1942, ele deixou Chicago para ir a Cambridge em Massachusetts, nos Estados Unidos, um subúrbio na área metropolitana da Grande Boston.

Logo depois de entrar para seu grupo de pesquisa, o professor Leontief lhe perguntou o que ele pretendia fazer quando o verão terminasse. Sua resposta foi ele pretender voltar para Chicago.

Leontief perguntou sobre as particularidades da comunidade universitária de Chicago. Quando lhe respondeu, ele retrucou: 'Nós podemos fazer melhor'.

Alguns dias depois, recebeu uma carta da *Harvard's Graduate School* da Administração Pública com candidatura a bolsa. A carta anunciava se ele completasse o requerimento seria concedida uma bolsa substancialmente mais generosa se comparada à de Chicago.

Telefonou para Lange, em Chicago, para perguntar o que deveria fazer diante da oferta de Harvard. Como ele próprio não esperava estar em Chicago, no ano seguinte, sugeriu a Minsky se beneficiar de um ano em Harvard.

Além de um breve encontro, quando ele estava ensinando em Columbia e Minsky estava em Nova York, prestando serviço ao Exército, esta conversa telefônica foi seu último contato pessoal com Lange.

Fez pós-graduação em Harvard por um semestre. No início de 1943, ele foi alistado no Exército dos Estados Unidos. Recebeu sua dispensa do Exército em Berlim somente em janeiro de 1946 para se tornar um funcionário civil do Gabinete do Governo Militar por seis meses.

Sua designação no Governo Militar foi para a divisão de relatórios estatísticos da Divisão de Recursos Humanos. O chefe de

sua divisão era David Saposs, um conhecido economista trabalhista e educador.

David Saposs formou-se na Escola de Wisconsin como um discípulo de John R. Commons, o grande economista institucionalista norte-americano. A experiência de Minsky na Alemanha – e a convivência com Saposs – indicou-lhe *a importância das instituições e circunstâncias históricas sobre o que acontece no mundo*.

A partir desse momento, Minsky entendeu as abstrações da Teoria Pura serem necessárias para focalizar o pensamento econômico, mas *a teoria abstrata é o início de uma análise econômica séria – e não o fim*. É necessário baixar o nível de abstração para reincorporar o antes abstraído, referentes às outras áreas de conhecimentos, em teoria aplicada, e fazer uma *análise transdisciplinar*. Com esses pré-requisitos teóricos toma-se melhores decisões práticas.

O convênio com o Governo Militar lhe permitiu retomar os estudos de pós-graduação nos Estados Unidos. Ele tinha a opção de voltar para Chicago ou ir para Harvard.

Porque Lange, Viner e Simons não estariam em Chicago e como Douglas certamente estaria envolvido com política, escolheu Harvard, embora Chicago o tenha afinal oferecido um acordo financeiro melhor. Isso explica seu Chicago BS e seu Harvard MPA e Ph.D.

Biografia de Minsky: Pós-Graduação e Carreira

Além dessa referência de autobiografia da juventude por Minsky, *Beginnings*, em Kregel, 1988, existe o ensaio biográfico de Dimitri B. Papadimitriou, "*Minsky on Himself*," no livro *Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky* (Armonk, NY: M. E. Sharpe, 1992), cujos editores são Steven Fazzari e Dimitri B. Papadimitriou.

A biografia dele se completa com as memórias de L. Randall Wray, *Why Minsky Matters: An Introduction to the Work of a Maverick Economist* (Princeton University Press; 2016). É uma breve biografia a partir de sua pós-graduação. Vou resumi-la.

Minsky recebeu ofertas de bolsas de pós-graduação tanto de Chicago quanto de Harvard, mas escolheu Harvard porque vários dos professores com quem preferia trabalhar em Chicago estariam ausentes. Em 1949, ele assumiu seu primeiro cargo acadêmico permanente na Brown University; como muitos Ph.D. candidatos, ele teve de terminar sua dissertação enquanto ensinava.

Ele estava escrevendo sob a orientação do professor de Harvard Joseph Schumpeter. Minsky brincou, “cometeu o pecado capital de um orientador de dissertação – ele morreu” antes de Minsky terminar.

O professor Leontief se ofereceu para substituí-lo, embora o assunto estivesse fora de sua área de interesse. Minsky defendeu sua tese em 1954.

Enquanto estava em Brown, ele se casou com Esther De Pardo, em 1955, e tiveram dois filhos. Um é professor de história da arte e o outro é produtor de programas de rádio progressistas.

Ele deixou Brown temporariamente para um cargo visitante na Universidade da Califórnia em Berkeley. Isto o levou a um cargo permanente em 1957.

Ele teve uma licença para trabalhar no *National Bureau of Economic Research* em 1960, mas permaneceu em Berkeley até 1965. Enquanto estava lá, ele publicou artigos em muitas das principais revistas de Economia. Sua pesquisa incluiu modelos multiplicador-acelerador, Bancos Centrais e mercados monetários, emprego e crescimento e crises financeiras.

Em meados da década de 1960, o movimento estudantil estava aprontando. Embora Minsky fosse um esquerdista com apoio dos *objetivos*, nem sempre aprovava os *métodos*.

Ele costumava dizer: uma das razões pelas quais ele trocou Berkeley pela Universidade de Washington em St. Louis foi obter um pouco de paz e sossego. Na verdade, havia dois outros motivos: um salário generoso e a oportunidade de ser associado do Banco Mark Twain em St. Louis. *Essa associação ajudou a desenvolver sua compreensão das instituições, instrumentos e práticas financeiras.*

Em 1969-1970, Minsky passou um ano sabático na Universidade de Cambridge, no Reino Unido, onde conseguiu se envolver com economistas influentes como Joan Robinson e Frank Hahn e iniciou uma estreita amizade com Jan Kregel. Este escreveu sua dissertação sob orientação de Robinson.

Alguns anos depois, Kregel ajudou a criar a Escola de Verão de Estudos Econômicos Avançados de Trieste, realizada anualmente no fim do verão na costa do norte da Itália. Minsky deu palestras lá e debateu com colegas economistas pós-keynesianos, como Paul Davidson e Pierangelo Garegnani.

Muitas vezes ele se sentava no meio da plateia e lia um jornal enquanto os outros faziam palestras, parecendo ignorá-los. Mas, em seguida, lançava perguntas agudas no debate.

Quando se aposentou do ensino, em 1990, mudou-se para o *Levy Economics Institute* no *Bard College* como um acadêmico distinto, onde permaneceu até sua morte em 1996. No Levy Institute, ele estabeleceu dois dos programas de pesquisa em andamento do instituto:

1. Política Monetária e Estrutura Financeira, e
2. Desempenho dos Estados Unidos e da Economia Mundial.

Ele também foi uma força motriz por trás dos esforços do instituto para influenciar a formulação de políticas. Por exemplo, ele formulou uma proposta para desenvolver um sistema nacional de bancos de desenvolvimento comunitário – e algumas das ideias foram incorporadas a um projeto de lei assinado pelo presidente Clinton para financiar um programa, bem menor.

Minsky recebeu, em 1996, o Prêmio Veblen-Commons, concedido pela *Association for Evolutionary Economics* em reconhecimento aos padrões exemplares de seus estudos, ensino, serviço público e pesquisa no campo da evolução institucional.

Embora seja comumente identificado como um *pós-keynesiano*, ele preferia o rótulo "*keynesiano financeiro*" como descrição de seu trabalho. Ele se sentia mais próximo dos *institucionalistas americanos*.

Em política, *Minsky era esquerdista, mas não era sectário*. E era ativo em atividades políticas da esquerda, até autodenominadas *radicais*, como estudante. Era um oponente do leninismo.

Durante os anos em Berkeley, participou de tendências políticas de esquerda do Partido Democrata. Sua atividade política desempenhou um papel importante em suas decisões de deixar Brown e Berkeley. Afinal, ele irritou os principais administradores de ambas as universidades o suficiente para novas promoções não serem esperadas.

Minsky fez amizade com muitos banqueiros e operadores de Wall Street. Muitos de seus amigos mais próximos na economia acadêmica eram *mainstream* – e não particularmente *liberais* ou esquerdistas no sentido americano do termo.

Ele não desejava dividir a disciplina em “nós” versus “eles”. Nos últimos meses de sua vida, pediu a seus colegas do Levy Institute para impulsionarem o *mainstream*, dizendo a todos: era o momento certo para “mover a disciplina”... pelo menos um pouco.

Adorava chocar seus alunos mais esquerdistas ao criticar o Estado de bem-estar social — às vezes soando como o presidente Reagan. Randall Wray descobriu mais tarde por qual razão ele criticava essa política de bem-estar – e defendia a política de emprego.

Raramente ensinava ou mesmo falava sobre Marx – e sequer o mencionava em seus escritos. Ele poderia ser bastante contundente em suas críticas ao trabalho feito por muitos economistas de esquerda.

Conforme mostrado antes, suas duas influências mais importantes durante seus estudos na Universidade de Chicago foram Henry Simons e Oscar Lange. Isso aumenta a confusão sobre sua posição política, porque a maioria dos economistas hoje incluiria Simons no ramo da economia de “livre mercado” de Chicago e Lange no campo socialista – ou pior, um comunista!

No entanto, na visão de Minsky, cada um deles estava oferecendo um modo diferente de fazer os mercados “funcionarem”. Ele relataria mais tarde “ter partido seu coração” quando Lange

deixou Chicago para trabalhar para o novo governo comunista na Polônia.

Embora Minsky creditasse a Lange como uma grande influência, ele o evitou mais tarde, na década de 1940, quando Lange foi a Nova York. Presumivelmente, aconteceu isso por causa de sua associação com o governo comunista totalitário.

Segundo Randall Wray, é seguro dizer: “poucos de seus colegas economistas teriam rotulado sua política como radical, mesmo quando ele próprio ocasionalmente o fizesse!”

Suas maiores influências foram *a tradição institucionalista da escola de Chicago* (especialmente, Henry Simons e Paul Douglas, mas ele também trabalhou com aqueles de fora desse campo, incluindo Lange, Jacob Viner e Frank Knight) e *Joseph Schumpeter de Harvard*. Ele também observou: entre os professores seniores de Chicago, apenas Lange e, possivelmente, Douglas simpatizavam com o trabalho de Keynes.

Embora tenha servido como assistente de ensino de Alvin Hansen em Harvard, ele comentou mais tarde a abordagem “mecanicista” dos keynesianos tradicionais não o atraía. J. M. Keynes claramente influenciou Minsky, mas ele não tinha muita afinidade com os “keynesianos” americanos do pós-guerra – Paul Samuelson, Robert Solow e James Tobin – aos quais Joan Robinson chamou de “keynesianos bastardos”. Ela disse: “sabemos a mãe ser a Economia neoclássica, mas o pai é desconhecido – certamente não é Keynes”.

Como Harvard era conhecida por ser “keynesiana” na época, enquanto a Universidade de Chicago passou a ser conhecida como a casa do “monetarismo” de Milton Friedman, é surpreendente Minsky ter tirado mais proveito de seu treinamento inicial em Chicago. No entanto, como ele insistia, a Chicago de sua época não era nada parecida com o bastião da ideologia do livre mercado.

O que ele aprendeu em Chicago foi a apreciação da necessidade de desenvolver uma compreensão detalhada das instituições e do comportamento do mundo real, bem como da história econômica. Suas anotações dos cursos revelam: a Economia de Chicago estava muito longe dos *modelos matemáticos esotéricos* ensinados hoje.

Desde seus primeiros trabalhos, Minsky estava interessado em estudar *a mudança dinâmica e evolutiva de uma economia operando com restrições institucionais*. De fato, em um de seus primeiros trabalhos, ele pegou o famoso modelo de acelerador linear de Paul Samuelson e acrescentou “tetos e pisos” institucionais.

Sua ideia básica era a economia capitalista moderna ser naturalmente instável, com forças capazes de a fazerem passar do *boom* ao colapso. Isso Minsky pegou emprestado do modelo de Samuelson. No entanto, argumentou: *uma variedade de instituições – algumas privadas, alguns públicas – restringem essa instabilidade*. Isso ele aprendeu com a tradição institucionalista ensinada em Chicago.

Combinando os dois, Minsky poderia explicar, embora haja uma tendência cíclica natural nas economias modernas, inflações e depressões descontroladas são eventos raros porque *a instabilidade é atenuada por restrições institucionais*.

A abordagem de Minsky ao sistema bancário baseou-se fortemente em Jack Gurley e E. S. Shaw. Ele deu crédito a ambos por reconhecerem não devermos fazer uma distinção nítida entre os bancos comerciais e os chamados de “bancos não bancários”, mais tarde chamados de “bancos paralelos”.

As opiniões de Minsky sobre Finanças foram influenciadas pela insistência de Gurley e Shaw de os passivos emitidos por “bancos não bancários” competirem com os depósitos bancários. Como diria mais tarde, *“qualquer um pode criar moeda, o problema é outros a aceitarem como dinheiro”*.

Ele adaptou a Teoria da Inovação de Schumpeter à análise do sistema financeiro. Durante a década de 1960, ele esteve envolvido em grandes estudos de formação de política monetária e regulação bancária, fazendo pesquisas para o Conselho de Governadores do *Federal Reserve* e para a Comissão Bancária do estado da Califórnia.

Mais tarde, ele atuou no conselho de uma *holding* bancária do Missouri. Isso o ajudou a manter-se no estudo das Finanças. Ele também se tornou amigo íntimo de Martin Mayer, o mais astuto historiador das instituições financeiras americanas do pós-guerra.

Enquanto estava em Berkeley, Minsky trabalhou de perto com economistas do trabalho para desenvolver políticas para reduzir o desemprego e a pobreza. De fato, propôs uma alternativa à Guerra Kennedy-Johnson contra a pobreza, argumentando, para ser bem-sucedido, um programa antipobreza precisaria se concentrar na criação de empregos em vez de assistência social. Minsky integrou esta proposta em suas recomendações de política para promover a estabilidade econômica.

Toda essa experiência proporcionou uma compreensão profunda das instituições e práticas do mundo real. Elas influenciaram sua escrita e pensamento.

Depois de se mudar para o Levy Institute, ele usou as conexões de Wall Street para estabelecer um projeto de pesquisa de longa duração intitulado "Reconstituição do Sistema Financeiro". Isso levou à criação da "Conferência de Minsky", realizada todos os anos em abril.

Nos últimos anos, seu trabalho sobre desemprego e pobreza também foi recuperado, levando a um renascimento do interesse pela geração direta de empregos como um importante componente da política de promoção do pleno emprego e da estabilidade econômica. Grande parte de seu trabalho nessa área foi publicado em um livro lançado após sua morte, *Ending Poverty: Jobs, Not Welfare* (Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute, 2013).

Minsky conheceu muitos dos grandes nomes do pós-guerra ganhadores do Prêmio Nobel de economia, incluindo Paul Samuelson, Franco Modigliani, James Tobin, Robert Solow e Kenneth Arrow. Infelizmente, ele não foi seriamente considerado para o Prêmio, em grande parte porque estava muito fora do *mainstream* e talvez porque tenha parado de escrever os tipos de artigos aceitos pelos periódicos acadêmicos de maior prestígio.

Embora tenha publicado em muitos dos principais periódicos, em seus primeiros anos na academia, ele logo ficou insatisfeito com os *modelos matemáticos simplistas* exigidos por esses periódicos. Mesmo sendo graduado em Matemática, descobriu ser capaz de *explicar ideias muito mais complicadas usando o inglês em vez da Matemática*.

Pode ser por isso a reclamação de Paul Krugman do “longo trabalho na escrita túrgida” ao ler o livro de Minsky publicado em 1986. Túrgida se refere ao inchaço causado por excesso de líquido retido nos tecidos do corpo.

A maioria das teorias econômicas é bastante simples com causas-e-efeitos fácil de ser expressas em Matemática. Porém, seus limites restringem a teoria com instituições financeiras cambiantes.

Como John Maynard Keynes, Hyman Minsky (e Maria da Conceição Tavares), este trio se formou em Matemática e desistiu desse raciocínio formal lógico-dedutivo para ficar *livre para explorar ideias mais complicadas*. Infelizmente, os economistas de hoje não estão acostumados com “escrita empolada” na língua pátria – e Krugman admitiu francamente: “demorei várias décadas para aprender a apreciar Keynes no original”.

Capítulo 2. Autobiografia de Ray Dalio

Introdução

Ray Dalio, em seu *best-seller* “Princípios”, define logo o título: “*Princípios* são verdades fundamentais. Servem como base para um comportamento capaz de prover aquilo desejado da vida.”

O sucesso em sua vida se deve mais a ter aprendido a lidar com o seu *não saber* em vez de algo, de fato, sabido. A coisa mais importante aprendida foi uma abordagem para a vida com base em Princípios. “Isto lhe ajuda a descobrir o que é certo e o que fazer a respeito disso.”

Dalio crê o segredo para o sucesso estar em “saber lutar por um grande objetivo e em fracassar bem, isto é, ser capaz de experimentar fracassos dolorosos — fonte de grande aprendizado —, mas não um fracasso grande o suficiente para tirá-lo do jogo.”

Se sua capacidade de memorização está péssima, se não gosta de seguir instruções, busque descobrir o funcionamento de tudo por conta própria.

A trajetória deste financista, Ray Dalio, é contrastante com a do outro, Hyman Minsky, aqui comparado. Sua memória ruim lhe fez odiar a escola, porém, aos doze anos, se apaixonou por acompanhar os mercados.

Para fazer dinheiro na bolsa é preciso ser um pensador independente capaz de apostar contra o consenso e acertar. Isso acontece porque a visão consensual já está incorporada aos preços de mercado.

Nesse ramo, é inevitável errar uma quantidade dolorosa de vezes, portanto *é fundamental se especializar para chegar ao sucesso*. Tal como para ser um empresário bem-sucedido, é preciso ser um *pensador independente* e estar bem fundamentado para *apostar contra o consenso*. Isso também significa *errar* uma quantidade considerável de vezes – e tirar lições dos fracassos.

Como Dalio era tanto investidor quanto empresário, desenvolveu um medo saudável de *estar errado*. Construiu uma abordagem para a tomada de decisão capaz de maximizar suas chances de *estar certo*.

Sugere tomar *decisões ponderadas pela credibilidade*. Mude sua perspectiva de “eu conheço e estou certo” para “como sei se estou certo?”. Errar faz ter a humildade necessária para ponderar os riscos em seus movimentos ousados para obter o maior retorno.

Deve-se agir de acordo com princípios formulados com objetividade suficiente para sua lógica ser avaliada, deixando claro a todos suas ações corroborarem seu discurso.

Implica em *sistematizar* o processo de tomada de decisão. Significa organizar ou estruturar informações, conhecimentos ou processos de forma coerente e organizada.

É o ato de transformar elementos individuais em um sistema ou conjunto ordenado, facilitando a compreensão, a aplicação ou a análise desses elementos como um todo. *Sistematizar* envolve criar uma estrutura lógica ou um método para lidar com informações ou atividades de maneira eficiente e consistente.

Isso pode ser aplicado a diversos contextos, como na organização de dados, na formulação de procedimentos ou na criação de teorias. Dalio descobriu ser capaz de fazer isso expressando seus critérios em forma de algoritmos, tais como em “receitas de bolo”, de modo a poderem ser executados por computador.

Ao executar paralelamente os dois sistemas de tomada de decisão — o que opera dentro da sua mente e o que opera no computador —, descobrirá a Inteligência Artificial (IA) ser capaz de propor mais informações para a tomada de decisões melhores. Isto porque é capaz de processar um número de informações muito maior e mais rapidamente, em comparação ao cérebro, sem a influência das emoções. Mas é carente de *empatia*: colocar-se no lugar do outro para avaliação dos sentimentos alheios.

Como Ray Dalio passou a maior parte da vida adulta pensando em Finanças e atuando como investidor, pensou em escrever sobre *os princípios econômicos e de investimento* primeiro. No entanto,

decidiu começar pelo outro por se tratar de *princípios mais globais* e por já ter visto como funcionam bem para as pessoas, independentemente da carreira seguida.

Como os dois livros funcionam muito bem em conjunto, foram combinados em um único volume, cujo prefácio “De onde venho” é sua breve autobiografia. Dalio compartilha algumas das experiências — e principalmente dos erros — capazes de o ter levado à descoberta dos princípios norteadores de sua tomada de decisão.

Ele ainda se sentia um pouco inseguro quanto a contar a história de sua vida, quando redigiu seu *best-seller*. Temia isso desviar o leitor dos próprios *Princípios* e das relações de causa e efeito universais e atemporais nas quais ele se inspira.

Para leitores de sua autobiografia, sugere olhar para além dele e da sua história, buscando enxergar *a lógica e o mérito dos princípios descritos*. “Pense a respeito deles, avalie-os e decida quanto, ou se, podem ser aplicados a você e às suas circunstâncias de vida. E, mais importante, avalie se podem ajudá-lo a atingir seus objetivos.”

Depois, Ray Dalio mostra como seus *princípios de vida* se aplicam no mundo onde vivemos, nas relações privadas, nos negócios e na formação de políticas públicas, e, naturalmente, na *Bridgewater*, seu fundo *hedge*.

Compartilha também o Processo de Cinco Etapas desenvolvido para atingir metas e fazer escolhas adequadas. Apresenta alguns dos *insights*, obtidos em Psicologia e Neurociência, e explica como os aplicar na vida pessoal e nos negócios.

Quando trata dos *Princípios de Trabalho*, afirma “o desacordo respeitoso e racional entre pensadores independentes pode ser convertido em tomadas de decisão ponderadas por credibilidade, um resultado mais inteligente e eficaz em vez da soma das partes.” Outra vez, considera a *visão holista* capaz de perceber a emergência resultante das interações entre diversos componentes sistêmicos.

Ray Dalio anuncia “este livro será seguido por outro volume contendo duas partes, *Princípios Econômicos e de Investimento*.”

Sugere o leitor deixar sua imagem (o autor) de lado e se concentrar nas relações de causa e efeito subjacentes. Relevantes são as escolhas feitas e suas consequências, o aprendido com elas e como modificaram seu processo de tomada de decisão.

“Pergunte a si mesmo *o que quer*, busque exemplos de outras pessoas bem-sucedidas quanto a *o que queriam* e tente identificar os *padrões de causa e efeito* por trás dessas conquistas, aplicando-os para atingir as próprias metas”.

Para ajudar o leitor a compreender de onde vem, oferece um relato honesto da sua vida e carreira, dando ênfase especial aos seus erros e fraquezas e aos princípios aprendidos a partir deles.

Formação: 1949-1967

Dada sua péssima capacidade de memorização, Dalio não conseguia, e ainda não consegue, se lembrar de *fatos cujo significado não é autoexplicativo* (como nomes) e tampouco gosta de seguir instruções. Ao mesmo tempo, sempre foi bastante curioso e adora descobrir as coisas por si mesmo.

Depõe: “A necessidade de memorização não era o único motivo pelo qual não gostava da escola. A maioria das coisas julgadas importantes pelos professores não parecia relevante para mim.”

Tal como Minsky, outro financista, Dalio tinha 19 anos quando sua mãe morreu. Após a morte de sua mãe, ele e seu pai ficaram muito próximos, especialmente quando começou a construir sua própria família.

Embora Dalio resistisse aos afazeres domésticos, fazia com muita vontade as mesmas tarefas em outras casas para ganhar dinheiro. Essa meta para se virar sozinho nesses primeiros anos lhe ensinou muitas lições valiosas, as quais não teria aprendido na escola ou brincando.

“A psicologia dos Estados Unidos dos anos 1960 era caracterizada por *aspiração e inspiração* — atingir metas grandiosas e nobres. Diferente de tudo que vi desde então. Uma das minhas primeiras lembranças é de John F. Kennedy, um homem inteligente e

carismático com visões grandiosas de mudar o mundo para melhor — explorar o espaço, conquistar a igualdade de direitos e eliminar a pobreza.”

Os Estados Unidos estavam então em seu auge em relação ao restante do mundo, respondendo por 40% da economia global. O dólar era a moeda global e a força militar norte-americana era dominante.

Dá seu testemunho: “ser ‘liberal’ [esquerda nos Estados Unidos] significava estar comprometido em avançar de maneira rápida e justa, enquanto ser ‘conservador’ era estar preso a modos antiquados e injustos. Ou ao menos era como eu e a maioria das pessoas ao meu redor pensávamos. Na nossa visão, vivíamos em um país rico, progressista, bem administrado, cuja missão era um rápido desenvolvimento em todas as áreas. Posso ter sido ingênuo, mas não estava sozinho”.

Uma diferença fundamental da Economia de Mercado de Capitais norte-americana em relação à Economia de Endividamento Público e Bancário do resto do mundo aparecia quando, “naquele tempo, todos falavam do *mercado de ações*, ele ia muito bem e era responsável por muita gente fazer dinheiro. Isso incluía os frequentadores do Links, o clube de golfe onde comecei a carregar tacos com doze anos. Apliquei o dinheiro ganhado ali no mercado de ações”.

Seu primeiro investimento, na *Northeast Airlines*, foi baseado no fato de ela ser a única empresa conhecida por Dalio, cuja ação era vendida a menos de 5 dólares. Pensou: quanto mais ações tivesse, mais dinheiro faria. Era uma estratégia burra, mas triplicou seu dinheiro.

Na época, a *Northeast Airlines* estava à beira da falência e foi comprada por outra empresa. “Dei sorte, mas não sabia disso na época. Apenas pensei ser fácil fazer dinheiro na bolsa de valores – e me viciiei”.

Dalio solicitava e recebia todos os relatórios anuais gratuitos das quinhentas maiores empresas listadas na revista *Fortune*. Pedi de todas. Lia cada um deles. Assim deu início a uma biblioteca sobre investimentos.

Investir dava a impressão de ser apenas uma questão de comprar qualquer coisa e depois esperar seu valor aumentar. Porque ele certamente aumentaria, segundo o senso comum, tendo em vista a gestão da economia ter se transformado em Ciência Econômica.

Afinal, as ações tinham quase quadruplicado nos dez anos anteriores e algumas cresceram ainda mais. No mercado de ações dos Estados Unidos, "havia milhares à disposição, todas em ordem listada nas últimas páginas do jornal."

"Em 1966, meu último ano no Ensino Médio, o mercado de ações continuava a expandir com força, e eu estava ganhando dinheiro e me divertindo (...) eu não sabia naquela época, mas 1966 seria *o auge do mercado de ações*. Depois dele, eu descobriria: *quase tudo o que eu pensava saber sobre ele estava errado*."

Contexto 1967-1979

Entre 1967 e 1979, surpresas econômicas levaram a quedas inesperadas e significativas. Não apenas a economia e os mercados decaíram, o sentimento social das massas populares também se deteriorou.

Viver naquela época lhe ensinou: *embora quase todos esperem o futuro ser uma versão ligeiramente modificada do presente, na prática é bastante diferente*. Ele não sabia isso em 1967.

Certo de, em algum momento, as ações reagiriam, continuou comprando mesmo com o mercado em queda. Perdeu dinheiro até entender seu comportamento compulsivo estar errado e aprender como poderia lidar com isso.

Foi notando aos poucos *os preços das ações refletirem as expectativas humanas*: sobem quando os resultados são melhores do esperado e caem quando piores.

Dalio ingressou na *C.W. Post Campus of Long Island University* já de recuperação por causa da média C trazida do Ensino Médio. A diferença era: ele adorava a faculdade, um lugar onde era possível aprender sobre coisas de seu interesse, e não por obrigação.

Teve ótimas notas. Outro aspecto adorado era estar fora de casa e ser independente. Aprender a meditar também ajudou-lhe a pensar de maneira mais clara e criativa.

Por causa do seu amor pelos mercados — e porque a obtenção do diploma não dependia do domínio de uma língua estrangeira —, *ele se formou na área de Finanças*. Permitiu ele aprender matéria de seu interesse, dentro e fora de sala.

Aprendeu muito sobre *o mercado futuro de commodities* com um colega de classe muito interessante, um tanto mais velho. As *commodities* eram atraentes porque podiam ser negociadas com margens de garantias muito baixas no mercado futuro.

Dalio podia alavancar a limitada quantidade de dinheiro possuída para investir. Se tomasse decisões acertadas, poderia pegar dinheiro emprestado para ganhar mais.

Mercados futuro de ações, títulos de dívida e câmbio não existiam então. O *mercado futuro de commodities* era formado por mercadorias estritamente reais como milho, soja, gados bovino e suíno. Com eles começou a negociar e aprender a respeito.

Dalio não queria ser convocado, para a Guerra do Vietnã, cujo apoio dividia o país, porque sua vida estava caminhando, e suspendê-la por dois anos parecia uma eternidade. Seu pai, contudo, era fortemente contrário ao conflito e não queria ele ir de jeito nenhum, mesmo ele tendo acreditado e lutado nas duas guerras (II GM e Coreia) anteriores. Ele fez o filho ir ao médico e, nessa consulta, descobriu-se ter hipoglicemia, garantindo sua dispensa.

Enquanto o cenário político e a economia dos Estados Unidos pioravam, o ânimo do país foi entrando em depressão. O então presidente da França, Charles de Gaulle, estava convertendo as reservas em dólar do seu país por ouro, convencido de os Estados Unidos estarem imprimindo dinheiro para financiar gastos com a guerra.

Ao observar a movimentação conjunta de *notícias e mercado*, Dalio começou a enxergar o panorama completo e a compreender a *relação de causa e efeito entre os dois*.

Entre 1970 e 1971, notou: o ouro estava começando a valorizar nos mercados globais. Até então, como a maioria das pessoas, eu não prestava muita atenção às taxas de câmbio porque o sistema cambial havia se mantido estável durante toda sua vida.

Mas, com notícias cada vez mais frequentes sobre o assunto, passou a ficar atento. Aprendeu: outras moedas tinham seu valor fixado em relação ao dólar; o dólar era fixado em relação ao ouro; os americanos não tinham permissão para possuir ouro. Enfim, outros Bancos Centrais podiam converter suas células de dólares em ouro, maneira pela qual se asseguravam não serem prejudicados se os Estados Unidos imprimissem dólares demais.

Na primavera de 1971, concluiu sua graduação com uma média quase perfeita, o que lhe garantiu um lugar na *Harvard Business School*. No verão antes do início das aulas, conseguiu um emprego como escriturário no pregão da Bolsa de Valores de Nova York.

Na metade do verão, a questão do dólar chegava perto de um ponto de ruptura. Circulavam relatos de os europeus não aceitarem mais dólares de turistas americanos. O sistema monetário global vivia um processo de colapso, mas isso ainda não estava claro para Dalio.

“Na época, eu ainda confiava na honestidade das instituições públicas e de seus porta-vozes. Então, em um domingo, 15 de agosto de 1971, o presidente Nixon foi à televisão anunciar que os Estados Unidos não manteriam a promessa de permitir que dólares fossem trocados por ouro, o que levou a moeda a despencar.”

Descreve sua surpresa. “Como o governo havia prometido não desvalorizar a moeda, assisti ao seu discurso boquiaberto. Em vez de tratar dos problemas fundamentais por trás da pressão sobre o dólar, Nixon continuou a culpar especuladores, escolhendo as palavras para dar a impressão de que agia com a intenção de fortalecer a moeda, embora suas ações fizessem exatamente o oposto.”

Ao permitir essa “flutuação” do dólar, ao permitir ele desvalorizar à vontade, o discurso de Nixon parecia uma mentira. Nas décadas seguintes, Dalio viu autoridades proferirem garantias semelhantes inúmeras vezes, logo antes de alguma desvalorização da moeda.

Aprendeu a não acreditar no governo quando ele garantia não permitir tal coisa acontecer. Quanto mais veementes são essas promessas, provavelmente mais desesperadora é a situação e, portanto, maiores as chances de haver de fato uma desvalorização.

Enquanto ouvia Nixon falar, compreendeu o significado desses acontecimentos históricos. “O dinheiro como o conhecíamos — *um recibo para obter ouro* — não existia mais. Não podia ser boa coisa. Para mim, ficava claro a Era promissora, personificada por Kennedy, estava se esvaindo.”

Maior surpresa foi, em vez de cair, o mercado de ações tinha dado um salto de 4%, um avanço significativo no escopo de um único dia. Para tentar compreender o que se passava, Dalio passou o restante daquele verão estudando desvalorizações em outros períodos.

Aprendeu: o acontecimento — a moeda rompendo seu elo com o ouro e desvalorizando, o mercado de ações disparando em reação — já havia acontecido antes. Relações lógicas de causa e efeito tornavam inevitáveis coisas como essa.

Percebeu seu fracasso em antecipar isso tinha a ver com o fato de ter sido surpreendido por algo inédito desde quando nascera, embora já tivesse ocorrido muitas vezes antes. A mensagem transmitida pela realidade era: “É melhor estar ciente do acontecido a outras pessoas em outros tempos e outros lugares, senão você não saberá se está suscetível e, caso se concretize, não saberá como lidar com elas.”

Na *Harvard Business School* [HBS], “em vez de memorização, líamos e analisávamos estudos de caso e depois, em grupos, definíamos nosso curso de ação diante de tal problema. Esse era o meu tipo de faculdade!”

Enquanto isso, graças à onda de impressão de cédulas em seguida à derrocada do padrão-ouro, a economia e o mercado de ações disparavam. As ações dispararam em 1972. “Por mais quente estivesse o mercado de ações, eu estava mais interessado em negociar *commodities*.”

Ao regressar para o meu segundo ano na HBS, teve início a primeira crise do petróleo, e o preço dos galões quadruplicou em questão de meses. A economia desacelerou, os preços das *commodities* dispararam e, em 1973, o mercado de ações despencou.

Mais uma vez, não anteviu, mas, em retrospecto, pode ver “as peças do dominó” haviam caído segundo uma *sequência lógica*. Nesse caso, os gastos excessivos financiados pela dívida dos anos 1960 haviam continuado no início dos anos 1970.

O Fed (Federal Reserve, Banco Central dos Estados Unidos) havia financiado essa gastança com políticas de crédito facilitado. Ao pagar suas dívidas com papel-moeda desvalorizado, em vez de honrá-las com dólares lastreados em ouro, na prática, *os Estados Unidos deram um calote*.

Naturalmente, com toda essa impressão de dinheiro, o dólar desvalorizou. Isso permitiu mais crédito facilitado e levou a mais gastos. O salto de inflação em seguida ao colapso do sistema monetário fez o preço das *commodities* subirem muito mais.

Reagindo a isso, em 1973, o Fed apertou a política monetária. Os Bancos Centrais fazem isso quando inflação e crescimento estão muito acentuados. Esse movimento, por sua vez, causou a pior queda das ações e o pior enfraquecimento da economia desde a Grande Depressão.

A lição foi: quando todos pensam a mesma coisa — por exemplo, as ações serem uma aposta garantida —, isso quase com certeza se reflete no preço, e fazer essa aposta provavelmente será um erro. Também aprendeu: para cada má política econômica (como dinheiro e crédito fáceis) há uma consequência (nesse caso, inflação mais alta), grosso modo, proporcional a essa ação governamental, gerando uma reação aproximadamente igual e oposta (aperto monetário) e viradas no mercado especulativo.

Dalio estava começando a enxergar *a repetição de padrões* — a maioria das coisas aconteceu várias vezes antes por *razões de causa e efeito lógicas*. Sem estudo de Economia heterodoxa continuou sendo difícil, para ele, identificar exatamente o que estava acontecendo e compreender as relações de causa e efeito por trás disso.

Embora em retrospecto quase tudo parecesse inevitável e lógico, em tempo real as coisas não eram nem um pouco claras. As pessoas vão atrás do que está em alta; por causa disso, o investimento em ações saiu de moda após 1973. *Negociar commodities virou a nova onda.*

“Enquanto a economia ia ladeira abaixo, o escândalo de Watergate dominava as manchetes e vi de novo como política e economia se entrelaçam, em geral com a economia em primeiro plano.”

Quando o pessimismo é a palavra de ordem, as pessoas vendem tudo, os preços geralmente caem muito e o governo precisa agir para melhorar as condições. Não deu outra: o Fed relaxou a política monetária após as ações “baterem no fundo do poço” em dezembro de 1974.

Ao mesmo tempo Dalio trabalhava em uma corretora e investia por conta própria. “Embora tenha ganhado mais do que perdido ao longo do tempo, só consigo me lembrar dos investimentos que deram errado.”

Aprendeu: “para trabalhar com ações é preciso ser cauteloso e agressivo ao mesmo tempo. Sem agressividade não se faz dinheiro e sem cautela não se consegue mantê-lo.”

Seus clientes, e até mesmo quem lhe mandou embora da *Shearson* por lhe dar um soco na sua cara, gostavam dele e decidiram lhe manter como consultor. “Melhor do que isso, estavam dispostos a me pagar por isso. Assim, em 1975, fundei a *Bridgewater Associates.*”

Dalio se especializou nos mercados de gado, carne, grãos e sementes por serem ramos concretos e menos sujeitos a percepções distorcidas de valor diante das ações. Enquanto ações podem ficar muito caras ou baratas porque os “muito ingênuos” continuam a comprá-las ou vendê-las, o gado vai parar nos balcões dos açougues, onde tem seu preço definido de acordo com o disposto a pagar pelos consumidores.

Ele visualizava os processos dessas vendas e notava as relações existentes sob elas. Como o gado se alimenta de grãos,

principalmente milho, e farinha de soja, e como milho e soja competem por área de plantio, esses mercados têm movimentos propícios à elaboração de bons indicadores. Podia projetar quando e quanta carne chegaria ao mercado, bem como quando e quanto milho e farinha de soja seriam consumidos.

Isso não era aprendizado acadêmico. Pessoas com prática no negócio lhe mostravam o funcionamento dos processos agrícolas e ele organizava as informações em modelos usados para mapear as interações entre essas partes ao longo do tempo.

Por exemplo, sabendo quantos bois, frangos e porcos estavam sendo alimentados, a quantidade de grãos consumidas e em quanto tempo ganhavam peso, podia projetar quando e quanta carne chegaria ao mercado, bem como quando e quanto milho e farinha de soja seriam gastos.

Da mesma forma, observando o tamanho da área cultivada com milho e soja em todas as regiões agrícolas, fazendo regressões de modo a mostrar como as chuvas afetavam as safras em cada uma dessas áreas, ao utilizar previsão do tempo e dados pluviométricos, projetava o tamanho e a estimativa de chegada ao mercado da produção de milho e soja. Ao compreender essas relações, definia regras para tomada de decisão (ou princípios) em seu modelo.

Visualizar *sistemas complexos* como esses, emergentes de interações de diversos componentes, compreender as relações de causa e efeito dentro deles, escrever os princípios usados para lidar com suas interconexões e alimentar o computador com essas informações propiciava ele indicar as melhores decisões. Tudo isso se tornaram, depois, práticas comuns.

Lógico, *“nunca se pode ter certeza de nada — mesmo nas apostas mais seguras sempre existirão riscos à espreita capazes de causar grande impacto. É sempre melhor presumir você estar deixando alguma informação passar.”*

Essa lição mudou a sua abordagem para a tomada de decisão de muitas maneiras — a isso atribui boa parte do seu sucesso. “Mas eu ainda cometeria muitos outros erros antes de mudar completamente minha maneira de agir”, confessa.

“Embora fosse bom fazer dinheiro, ter um trabalho e relações relevantes era muito melhor. Para mim, *trabalho relevante* é ser completamente absorvido por uma missão, e *relações relevantes* são aquelas onde existe preocupação mútua e genuína entre as partes.”

Não faz sentido colocar o dinheiro como objetivo porque ele não tem valor intrínseco — o valor vem daquilo possível de comprar, e dinheiro não pode comprar tudo. É mais inteligente planejar para alcançar o realmente desejado, ou seja, seus *objetivos reais*, ao voltar a atenção para os passos necessários para alcançá-los.

Dinheiro é necessário, mas certamente não é o mais importante, depois de ultrapassado o estágio quando se tem o suficiente para conseguir o consumo básico e a reserva financeira prudente. Ao meditar sobre quais são as coisas essenciais, vale a pena pensar nos seus *valores relativos*, de modo a pesá-las de forma adequada.

No seu caso, Dalio queria igualmente *trabalho relevante e relações relevantes*. O dinheiro era secundário caso atingisse o suficiente para assegurar suas necessidades básicas.

Pensando sobre importância dos *grandes relacionamentos* e do *dinheiro*, ficou claro o primeiro tópico ser mais importante, porque não existe soma de dinheiro para aceitar em troca de uma relação de trabalho e política relevante. Nada possível de comprar com dinheiro é mais valioso diante das pessoas. *Ganhar dinheiro é uma consequência*.

Contexto 1979-1982

No fim dos anos 1970, embora seu negócio primário fosse o gerenciamento da exposição ao risco, os clientes também ligavam para saber sua opinião a respeito dos mercados. Passou a escrever seus pensamentos diariamente para outros entenderem sua lógica e lhe ajudar a aprimorá-la.

Foi uma boa lição de disciplina *a obrigação de fazer pesquisas e refletir todos os dias*. Mas logo esse canal se tornou um meio de comunicação vital para o seu negócio.

Além de fornecer observações e conselhos aos clientes, passou a gerenciar suas posições ao comprar e vender em seu nome. Às vezes Dalio recebia uma taxa fixa mensal; às vezes, uma porcentagem dos lucros.

Ele identificava tipos semelhantes de relações de preços nos mercados de gado e carne. Mostrava a pecuaristas como podiam assegurar ótimas margens de lucro ao fazer o *hedge* de boas relações de preço entre seus custos (gado de engorda, milho e farinha de soja) e aquilo a vender (boi gordo) seis meses depois.

Desenvolveu uma forma de vender diferentes cortes de carne fresca para entrega futura com preços fixos bem abaixo dos preços da carne congelada, mas ainda com grandes margens de lucro. Combinar o profundo entendimento dos clientes a respeito da "máquina" dos seus próprios negócios com seu conhecimento sobre o funcionamento dos mercados produziu vantagens mútuas.

Sua capacidade de visualizar tais *sistemas complexos* lhe deu uma vantagem competitiva sobre quem trabalhava sem pensar muito. No fim, mudou a maneira como essas indústrias e o mercado futuro de *commodities* operavam.

Mas, em sistemas complexos com novas decisões e novos fatos, sempre surge o inesperado.

- A primeira surpresa veio após a quebra da vinculação do dólar ao ouro, em 1971, com *a forte desvalorização do dólar*.
- A segunda, entre 1974 e 1975, quando o cartel de produtores de petróleo levou a inflação ao seu maior nível desde a Segunda Guerra Mundial; o Fed apertou a oferta de dinheiro, subindo as taxas de juros a níveis recordes e causou *a pior retração do mercado de ações e do mercado de bens e serviços* desde os anos 1930.
- A terceira (e maior crise) veio entre 1979 e 1982, resultando em um dos maiores *ciclos de altas e quedas* da economia produtiva e do mercado desde o período 1929-1932.

Assim como em 1970-1971 e em 1974-1975, no período 1978-1980, diferentes mercados começaram a se mover em conjunto, influenciados mais por oscilações na expansão monetária e

do crédito em lugar de ser por mudanças em seus desequilíbrios individuais de oferta e demanda.

Esses grandes movimentos foram exacerbados pelo choque do petróleo. A volatilidade desse mercado levou à criação dos primeiros *contratos futuros de petróleo*.

Dalio enxergou nisso algumas oportunidades. A essa altura, após a adoção do regime de câmbio flexível, também já havia *mercados futuros de taxas de juros e câmbio* – e ele já apostava em ambos.

Como todos os mercados estavam sendo guiados por esses fatores, mergulhou no estudo de Macroeconomia e registros históricos, sobretudo, taxas de juros e dados sobre câmbio, para aprimorar sua compreensão do sistema complexo em ação.

A espiral inflacionária motivou a primeira experiência, de fato, monetarista. A elevação da taxa de juro pelo Fed estrangulou a economia e os mercados e causou uma crise de dívida externa catastrófica para o resto do mundo.

Para Dalio, foi chocante assistir ao homem mais rico do mundo — em busca de proteção de sua fortuna em *prata* em lugar do *papel-moeda em dólar* — quebrar. “Ele não vendeu o metal na expectativa de a cotação continuar a subir. Eu pulei fora.”

A onça de prata de US\$ 1,29 foi para US\$ 10. Dalio realizou o ganho. O ricoço permaneceu comprando até a prata quase atingir US\$ 50. Logo depois da alta dos juros pelo Fed, caiu para US\$ 11.

“Há momentos de ansiedade na carreira de todo investidor, quando as expectativas não estão alinhadas com a realidade e ele não sabe se está diante de grandes oportunidades ou de erros catastróficos.”

A rotina de trabalho na *Bridgewater* consistia em contestar as ideias um do outro amigo e tentar encontrar as melhores respostas. Era um “toma lá dá cá” constante, apreciado por ambos os sócios, especialmente vivendo em tempos quando havia tanto a ser compreendido.

Entre 1979 e 1981, a economia estava em piores condições mesmo se comparada à crise financeira entre 2007 e 2008, e os mercados, ainda mais voláteis. De fato, foi o período mais volátil da história em termos da oscilação das taxas de juros e do ouro.

O pêndulo político global tinha se movido para a direita, levando ao poder Margaret Thatcher, Ronald Reagan e Helmut Kohl. “Liberal” deixou de significar ser a favor do progresso e passou a representar “pagar pessoas para não trabalhar”.

Pressionado pela campanha midiática em favor do monetarismo, o Fed se recusava a imprimir dinheiro para aliviar os efeitos da dívida e manter a economia em movimento, optando por quebrar a espinha dorsal da inflação com um forte aperto monetário. A inflação chegando a 10%, em 1981, na economia norte-americana sem indexação, estava fazendo os especuladores trocarem títulos da dívida pública por ativos especulativos como *hedge contra a inflação*.

As dívidas continuavam aumentando de forma muito mais rápida diante da renda necessária para que os endividados pudessem quitá-las. Os bancos americanos emprestavam vastas somas — com alavancagem financeira muito acima do capital próprio — a países emergentes na chamada “reciclagem dos petrodólares”.

Dalio havia estudado dívida e depressões desde o ano de 1800. Havia feito cálculos e estava seguro de a crise da dívida liderada pelos países emergentes se aproximar. Ele mantinha ouro (com bom desempenho com inflação crescente) e títulos da dívida pública (com bom desempenho em depressões deflacionárias) em seu portfólio.

Até aquele ponto, ouro e títulos haviam se movido em direções opostas, conforme as expectativas de inflação subiam ou desciam. Manter essa estratégia parecia muito mais seguro em vez de investir em alternativas como dinheiro vivo. Ele perderia valor em um ambiente de inflação. Tampouco se arriscava em ações, pois entrariam em colapso em uma depressão.

Em agosto de 1982, o México deu um calote na sua dívida. A concessão de empréstimos nos Estados Unidos freou bruscamente.

Adversidade Pessoal: 1983-1994

Dalio defendeu, publicamente, a economia norte-americana estar se dirigindo rumo a uma depressão. Ele estava totalmente errado.

Um tempo depois a economia respondeu aos esforços do Fed, reagindo de maneira não inflacionária. A inflação caiu e o crescimento acelerou.

Houve um grande “estouro da boiada” no mercado financeiro. Pelos *dezoito anos seguintes* a economia dos Estados Unidos desfrutou do mais longo período de crescimento não inflacionário de sua história.

Como isso foi possível?! Por fim, Dalio compreendeu: à medida que o dinheiro saiu dos países endividados rumo aos Estados Unidos, a situação mudou completamente. Esse movimento provocou uma *valorização do dólar e pressões deflacionárias* na economia do país. Isto, por sua vez, permitiu ao Fed cortar as taxas de juros.

O Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco de Compensações Internacionais (BIS), providenciaram recursos de modo as nações endividadas pudessem *pagar o serviço da dívida externa com novos empréstimos*. Passaram o problema da rolagem para os países devedores por longos anos, no Brasil, até o *boom das commodities* de 2003 a 2007 – e um governo social-desenvolvimentista.

Estar tão errado — e especialmente diante de tamanha atenção da mídia — foi uma humilhação para Ray Dalio. Isso lhe custou quase tudo construído na *Bridgewater*.

“Eu tinha sido um babaca arrogante, confiante em uma opinião inteiramente incorreta. Em dado momento eu havia perdido tanto dinheiro a ponto de já não conseguir mais arcar com os salários da empresa. A *Bridgewater* agora era apenas eu.”

“Primeiro, fui tomado por um excesso insano de confiança e me deixei levar pelas emoções. Aprendi (mais uma vez) que, independentemente de quanto soubesse e de quanto trabalhasse com afinco, jamais poderia ter certeza o suficiente para proclamar

afirmações como as ditas no *Wall Street Week*: “Não haverá um pouso suave. *Posso afirmar isso com absoluta certeza porque sei como os mercados funcionam*.” Foi punido por tamanha arrogância.

“Segundo, mais uma vez vi quão importante é *estudar História*. No fim das contas, o resultado tinha sido mais uma daquelas”.

Ele deveria ter percebido as dívidas na própria moeda de um país podem ser reestruturadas com sucesso com a ajuda do governo e do Banco Central fornecendo estímulo, simultaneamente, inflação e deflação podem ser contrabalançadas. Como ocorreu em 1971, ele falhara em identificar as lições deixadas pela História.

Ao perceber isso, Dalio depois buscou compreender todos os movimentos das grandes economias e dos mercados, ao longo do último século, e elaborar *princípios de tomada de decisão*. “Todos foram cuidadosamente testados e são, portanto, *atemporais e universais*.” (sic)

Terceiro, foi lembrado de como é difícil prever o *timing* dos mercados. “Muitas coisas podiam acontecer entre o momento quando eu fazia minhas apostas e a hora (se ela chegaria) quando minhas estimativas se concretizariam.”

Ele precisaria de uma boa dose de autoavaliação e de algumas mudanças. Deveria começar por aprender a lidar melhor com a agressividade natural de especulador.

Hoje, entende esse momento de ruptura ter sido uma das melhores coisas possíveis de ter acontecido. Graças a ele, passou a ter a humildade necessária para equilibrar sua agressividade.

A lição aprendida com esse grande medo de estar errado mudou sua mentalidade. Trocou o “estou certo” para o “como sei se estou certo?”.

Compreendeu a melhor maneira de responder a essa pergunta seria conhecendo *a perspectiva de outros pensadores independentes*. Colocando todos os pontos de vista em debate.

Aprendeu a ter a mente radicalmente aberta e permitir outras pessoas apontarem aspectos possíveis de estar deixando passar. Descobriu só poderia ter êxito:

1. procurando as pessoas mais inteligentes e de cujas opiniões discordasse a fim de tentar compreender seu raciocínio;
2. sabendo o momento de abandonar sua opinião prévia;
3. desenvolvendo, testando e sistematizando princípios atemporais e universais;
4. equilibrando riscos de modo a não anular um bom potencial de valorização e, ao mesmo tempo, reduzir o potencial de desvalorização.

Seguir esses passos aumentou significativamente os seus lucros em relação aos riscos, e os mesmos princípios se aplicam a outros aspectos da vida. Mais importante ainda, essa experiência lhe levou a reerguer a *Bridgewater* com base em *um sistema de meritocracia de ideias*.

Sua empresa não seria nem uma autocracia tendo a si como único líder nem uma democracia onde o voto de todos teria o mesmo peso. Seguiria o regime de uma *meritocracia*, encorajando embates respeitosos, explorando e ponderando as opiniões das pessoas de acordo com seus méritos.

Deixar às claras e explorar essas opiniões divergentes lhe ensinou muito sobre o modo de pensar dos indivíduos. "Algumas pessoas costumam *assumir muitos riscos*, enquanto outras têm *aversão a se expor a eles*; algumas focam demais nos *detalhes*, enquanto outras veem apenas o *quadro geral*."

Reconhecer e aceitar nossas fraquezas traz mudanças benéficas. Ao longo dos anos seguintes, Dalio descobriu: a maioria das pessoas muito bem-sucedidas havia enfrentado grandes fracassos, tão dolorosos quanto os seus, mas os erros ensinaram lições para a vitória.

"Hoje sei que para ter um desempenho excepcional é preciso *forçar nossos limites*. Quando tiver uma perda, você provavelmente

vai pensar ter fracassado, mas o fracasso só existe quando desistimos”.

Na realidade, “toda dor é passageira, e muitas outras oportunidades surgirão, mesmo quando você não consiga enxergá-las naquele momento. Para aumentar as chances de sucesso, o mais importante a fazer é reunir as lições aprendidas nos fracassos, tornar-se mais humilde e abrir a mente de modo radical. Ah, e seguir em frente.”

Dalio precisava tanto de *baixo risco* quanto de *retorno alto* e, ao ir em busca de meios para isso, aprendeu a *agir com cautela* sempre quando estivesse diante de *duas alternativas aparentemente conflituosas*. “Desse modo é possível conseguir calcular as chances de obter o máximo possível de cada uma delas. Quase sempre existe um bom caminho ainda não descoberto.”

Os primeiros computadores para uso pessoal chegaram ao mercado no fim dos anos 1970. Dalio usava essas máquinas assim como os econométristas: aplicando estatísticas e poder computacional a dados econômicos para analisar “os mecanismos da máquina econômica”. Ela usa e abusa dessa metáfora física.

Ele ainda acredita: “teoricamente, se houvesse um computador capaz de armazenar todos os fatos do mundo e perfeitamente programado para expressar matematicamente todas as relações entre todas as partes do mundo, o futuro poderia ser previsto com exatidão”. Podes crer... Os fatos futuros não são antecipáveis e armazenáveis.

Sistemas computacionais, no entanto, não lhe ajudaram a desenvolver estratégias robustas de *trading*. Apenas mostravam uma aposta específica no fim acabaria valendo a pena, mas não as oscilações até atingi-las.

Assim, a IA não saberia quando comprar e vender. Com bastante frequência, o sistema estava errado e ele perdia muito dinheiro.

O mais importante não era *prever o futuro*, mas saber *como reagir*, pronta e apropriadamente, às informações disponíveis em tempo real. Ele precisaria ter um vasto arquivo de dados sobre

economia e mercado ao qual pudesse recorrer — e, como era o caso, ele tinha poder econômico para ter uma *big data* (bancos de dados).

“Desde muito cedo tive o hábito de anotar os critérios de decisão usados ao adotar uma posição de mercado. Desse modo, todas as vezes quando fechava um negócio, podia refletir sobre como os critérios utilizados haviam funcionado”.

Escrevendo esses critérios como fórmulas (ou “algoritmos”) e aplicando-os em dados históricos, poderia testar quão bem suas regras teriam funcionado no passado. Ele usava suas intuições como ponto de partida, como sempre fizera, mas as expressava de forma lógica, como critérios para tomada de decisão, classificando-os de maneira sistemática e criando um mapa mental a fazer em cada situação específica.

Então submetia dados históricos ao sistema para ver como sua decisão teria funcionado no passado e, dependendo dos resultados, modificava as regras como necessário. Mas testar a (fácil) sabedoria *ex-post* não significa saber *ex-ante*...

Talvez por desconhecer *métodos científicos de análise econômica*, Dalio insiste em conhecer “o funcionamento da máquina economia/mercado ao longo do tempo e sobre como apostar nela”.

Testava os sistemas. recuando no tempo tanto quanto possível, geralmente mais de um século, fazendo simulações com as realidades distintas dos lugares e dos tempos. Esse processo pode ser um treinamento, mas não leva a aprimorar os critérios de modo a torná-los *atemporais e universais*.

Depois de analisar essas relações é possível começar a inserir dados no sistema, em tempo real, mas não existe “dado do futuro”!

A IA é muito melhor diante do cérebro para “pensar” várias coisas ao mesmo tempo. Ela o faz com mais precisão e rapidez e sem emoção.

Em virtude de sua memória (HD) excelente, também poderia se sair melhor na tarefa de fundir os conhecimentos diversos. Em vez de discutir sobre as conclusões, seus parceiros e Dalio discutiam a respeito de seus diferentes critérios para tomar decisões.

“Embora o computador fosse muito melhor do que nós em diversos aspectos, faltava a ele *imaginação, compreensão e lógica* — características possuídas por humanos. Por isso a parceria entre o cérebro dele e os nossos era tão boa”, conclui.

Esses sistemas de tomada de decisão eram muito melhores diante dos sistemas de previsão usados antes, principalmente, porque incorporavam suas reações aos acontecimentos. Permitia lidar com um espectro mais amplo de possibilidades.

Dalio confessa: “Para falar a verdade, previsões não têm muito valor, e a maioria dos previsores não lucram muito no mercado financeiro... Isso acontece porque *nada é garantido.*”

Na verdade, *o especulador profissional é reativo aos fatos acontecendo na sua frente.* “Captamos essas mudanças enquanto estão ocorrendo e movimentamos nosso dinheiro para mantê-lo investido nos mercados com melhor desempenho nesse ambiente.”

A dinâmica mais valiosa para quem quer *aprimorar um processo de tomada de decisão* consiste em: “pensar com cuidado nos princípios norteadores das escolhas, colocá-los em palavras, e depois transformá-los em *algoritmos computacionais*. Se for possível, testar os algoritmos, retroativamente, para depois aplicá-los em *simulações de tempo real*, tudo isso em paralelo às decisões tomadas pelo seu cérebro.”

Ponto de Virada

No fim de 1983, a *Bridgewater* tinha seis funcionários. Até então, não fizera nenhum marketing. Os negócios obtidos vinham do “boca a boca” e de leitores de seus telex diários e plateias de suas aparições públicas. Mas claramente havia uma demanda crescente pelo tipo de pesquisa feita. Dalio se deu conta de poder vendê-la para suplementar a renda de consultoria e *trading*.

Antes de conseguir como clientes investidores institucionais, seu negócio era composto por três áreas principais: consultoria, gerenciamento de riscos para companhias remunerado com comissões sobre o lucro, e venda de pacotes de pesquisa.

“Entre nossas funções estava, por exemplo, construir um plano para ajudar uma multinacional a lidar com a variação cambial decorrente da operação em diferentes países. Minha abordagem era imergir em um negócio até sentir as estratégias oferecidas por mim serem as mesmas a ser usadas caso estivesse dirigindo a empresa”.

Dalio desmembrava cada empresa (um subsistema complexo) em componentes lógicos e montava um plano para gerenciar cada parte, usando diversas ferramentas financeiras, sobretudo instrumentos derivativos. Os componentes mais importantes a separar eram os lucros vindos do *core business* e os lucros e perdas especulativos provenientes das variações de preço.

“Quando os clientes optavam por ter a *Bridgewater* especulando por eles, ficávamos com uma parcela dos lucros.”

Sua abordagem era estabelecer uma posição de “risco neutro”, em relação ao *benchmark*, e fazer alguns desvios com apostas controladas. Esta foi a gênese do estilo de gestão de investimentos mais tarde chamada de “*sobreposição alfa*”, no qual exposição *passiva* (“beta”) e *ativa* (“alfa”) eram separadas.

O rendimento de um mercado (tal como o de ações) em si é chamado de seu *beta*. *Alfa* é o rendimento proveniente de apostas feitas contra os outros para obter ganho acima do mercado. Este é um resultado médio ponderado pelos volumes de negócios.

Bilionários empobrecem por meio da clássica confusão entre negócios e especulação. Só resolvem partir para o *hedging* cambial quando já é tarde demais.

A *Bridgewater* estava gerindo com sucesso as posições de taxas de juros e câmbio para diversas empresas. Com essa frente indo tão bem, ela própria poderia se tornar uma gestora de investimentos bem-sucedida.

Dadas suas relações, Dalio bateu na porta dos gerentes do fundo de pensão do Banco Mundial. Embora ele não administrasse ativos e não tivesse qualquer histórico nesse campo, o fundo de pensão lhe deu uma conta de 5 milhões de dólares de títulos de dívida pública norte-americanos para cuidar.

Foi um enorme ponto de virada e representou o início da *Bridgewater* como está hoje. A estratégia usada para o Banco Mundial oscilava entre manter posições líquidas e títulos de vinte anos do Tesouro americano. Essas posições dariam apostas alavancadas na direção das taxas de juros: comprar ou vender títulos de dívida pública de acordo com as sinalizações do Banco Central.

Por causa do desempenho muito bom, outros grandes investidores institucionais vieram em rápida sucessão. “Avançamos até nos tornarmos os gestores de títulos americanos de melhor desempenho no mundo.”

Ray Dalio visitou Pequim em 1984. “Na época, não havia mercados financeiros na China. Em determinado momento, um pequeno grupo formado por nove empresas chinesas (incluindo a CITIC), denominado *Stock Exchange Executive Council* (SEEC), uma espécie de comissão de valores mobiliários, passou a desenvolvê-los. A comissão começou a operar em 1989, pouco antes do incidente na Praça da Paz Celestial, e isso foi bastante prejudicial, fortalecendo a visão de ser uma instituição muito capitalista”.

O SEEC operava a partir de um pequeno quarto de hotel, quase sem nenhum financiamento. Dalio tinha o mais profundo respeito pelo risco assumido por esses jovens com a empreitada em tempos tão turbulentos.

Fez uma pequena doação para ajudá-los, também contente por dividir seu conhecimento com eles. Essas pessoas construíram do zero os mercados financeiros da China e o braço regulatório de valores mobiliários do governo.

Em 1994, Dalio estabeleceu uma nova empresa, a *Bridgewater China Partners*. A essa altura já estava certo de a China se tornar a maior economia do mundo no século XXI.

“Como quase ninguém investia no país, ainda era possível fechar bons negócios. Eu podia fazer dinheiro apresentando oportunidades de investimento aos clientes e fornecendo a eles *expertise* ao estreitar suas relações com companhias norte-americanas. Em troca, ganharíamos ações nessas companhias. Essencialmente, estávamos montando na China a primeira firma de *private equity* sediada nos Estados Unidos.”

Ele estava sempre ao telefone às três da manhã, tentando compreender a contabilidade pouco confiável e o controle questionável das companhias nas quais tinha interesse. Suas responsabilidades na *Bridgewater* esperavam por ele ao raiar do dia.

“Depois de um ano dessa rotina, pude ver que não seria possível administrar a *Bridgewater* e a *Bridgewater China Partner* ao mesmo tempo. Portanto, fechei a empresa.”

A China não era o único país com o qual a *Bridgewater* se envolveria em escala social e governamental. Por meio de seus representantes, os fundos de investimento dos governos de Cingapura, Abu Dhabi e Austrália, além de autoridades russas e europeias vieram bater à sua porta.

Estabelecer uma *rede de contatos com líderes mundiais* lhe deu uma compreensão de suas circunstâncias para entender como essas pessoas chegaram a essas visões de maneira diferente. A perspectiva mais ampla ajuda a tomar decisões.

“A *Bridgewater* era uma pequena comunidade de amigos. Trabalhava e festejava bastante. No fim da década de 1980, já éramos vinte pessoas. (...) Quando pensava que alguém cometia uma burrice, deixava isso claro, e esperava que fizessem o mesmo comigo.”

Os anos de 1987 e 1988 foram repletos de reviravoltas. Ajudaram a modelar sua abordagem em relação à vida e aos investimentos.

Foi uma das raras empresas de gestão de investimentos com *ações vendidas a descoberto no portfólio* antes de 19 de outubro de 1987. Esse dia, conhecido como “Segunda-Feira Negra”, registrou a maior queda percentual na história do mercado de ações em um único dia.

As atenções se voltaram para a *Bridgewater* porque subiu 22% quando a maioria caiu bastante. Havia crescido em uma era de alta volatilidade. “Aprendera: quando a onda fosse boa, a melhor maneira de agir era firmar o pé e surfá-la”.

Usava seus indicadores, para analisar os *fundamentos* [análise fundamentalista] em processo de mudança, e seu sistema de *análise*

de tendências [análise grafista] para confirmar as oscilações de preço serem consistentes com aquilo sugerido pelos indicadores. Quando ambos apontavam a mesma direção, tinha um sinal forte; quando estavam conflitantes, tinha pouco ou nenhum sinal.

“Mas em 1988 praticamente não houve volatilidade. Nossos sistemas não funcionaram – e acabamos perdendo pouco mais da metade do lucro de 1987.”

Com isso, trocou seu sistema de análise de tendências por *medidores de valor e controle de risco* mais eficientes. O *Value at Risk* ou VaR refere-se a um indicador de risco capaz de considerar a perda máxima possível de um investimento em um período e intervalo de confiança estabelecido.

Até então, seus sistemas haviam sido binários — mudava de uma posição totalmente comprada para uma totalmente vendida quando cruzasse um limite predeterminado. Isso levava a pagar custos de transações a cada alteração de posição.

Além das questões de inovação na gestão de pessoas, Dalio narra, no fim dos anos 80s, o ingresso da *Bridgewater* no mundo dos fundos de pensão. Os portfólios deles investiam muito em ações, logo, estavam receosos com o possível de acontecer em um cenário de queda acentuada do valor de seus ativos. Vinham buscando meios de fazer um *hedge* contra esse risco sem reduzir o rendimento esperado.

Seu conhecimento sobre *títulos de dívida e engenharia financeira* era extenso. Além disso, tinha uma *perspectiva histórica* sem paralelo na indústria de fundos de *hedge*.

Os fundos de pensão são geralmente compostos de investidores ecléticos com grandes quantidades de capital. Estão livres para usar uma variedade de técnicas de investimento complexas e de alto risco. A estratégia abarca posições curtas e alavancagem, visando aumentar os retornos e reduzir o risco geral.

Dalio e associados analisaram cada portfólio. Da mesma forma como ele havia decomposto o negócio de um produtor de frango nos anos 1970 e de muitas outras empresas desde então, desmontou o do fundo de pensão para melhor entender sua “máquina”. As

soluções propostas se inspiravam nas ideias de *engenharia de portfólio*.

Elas mais tarde seriam fundamentais na construção do modelo singular de gestão financeira da *Bridgewater*. Inicialmente, conseguiu a conta de 100 milhões de dólares do fundo de pensão da Kodak. “Isso mudou o jogo.”

Por mais confiança tivesse em uma aposta, ainda poderia estar errado. De acordo com a Teoria de Portfólio, a diversificação era a chave para reduzir riscos sem reduzir o rendimento.

Sugeria construir um portfólio cheio de *fluxos de rendimento* – linhas de um gráfico para rastrear o valor de um investimento ao longo do tempo e indicar a decisão de ou deixá-lo continuar a crescer em valor ou vender – de alta qualidade e apropriadamente diversificados, cujo zigue-zague se contrabalançasse. Com ele, teria condições de oferecer aos clientes um retorno geral do portfólio muito mais consistente e confiável.

Décadas antes, o economista Harry Markowitz, vencedor do prêmio Nobel, havia inventado um modelo amplamente utilizado com um conjunto de ativos e seus esperados rendimentos, riscos e correlações. Mostrava a similaridade de desempenhos desses ativos no passado e determinava o “mix mais eficiente” desses ativos em um portfólio.

Mas esse modelo nada dizia sobre os efeitos incrementais de mudar qualquer uma dessas variáveis nem sobre como lidar com o fato de estar inseguro quanto a essas suposições. Então, construiu um gráfico mostrando como a volatilidade de um portfólio declinaria e sua qualidade (medida pelo rendimento obtido em relação ao risco) cresceria se fosse feito o acréscimo incremental de investimentos com diferentes correlações.

“Esse gráfico simples produziu um impacto similar ao sentido por Einstein ao elaborar a Teoria da Relatividade. Com quinze a vinte fluxos de rendimento bons e não correlacionados, era possível reduzir drasticamente meus riscos sem diminuir o retorno esperado.”

O princípio descoberto se aplica igualmente bem para todas as formas de tentar fazer dinheiro. Não importa qual é o empreendimento se o negócio produz um fluxo de rendimento.

Ter alguns bons fluxos de rendimento não correlacionados é melhor em lugar de ter apenas um, e saber como combiná-los é ainda mais eficaz em vez de só ser capaz de escolher bem esses fluxos, embora ambas as habilidades sejam necessárias. Até hoje, a maioria dos gestores de investimento operam seus investimentos em uma única classe de ativo: ações, títulos de dívida públicas ou privadas etc.

Os ativos individuais dentro de uma classe de ativos em geral têm uma correlação de 60% entre si. Significa subirem ou descerem juntos mais da metade das vezes.

Como mostrou o gráfico inovador, um gestor de ações podia pôr mil ações com correlação de 60% em seu portfólio e isso não iria diversificá-lo muito mais caso tivesse colocado apenas cinco. Graças ao processo de registrar, sistematicamente, seus princípios de investimento e os resultados esperados, tinha uma coleção de cerca de mil *fluxos de rendimento não correlacionados!*

“Essa nova abordagem melhorava nossos retornos por um fator de três a cinco vezes por unidade de risco. (...) Fazer várias boas apostas não correlacionadas, equilibradas e bem alavancadas é o jeito mais garantido de ter muitas vantagens sem se tornar vulnerável.”

Essa abordagem chamada de “*sobreposição alfa*” era totalmente inovadora. Permitia os investidores receberem os retornos da classe de ativos escolhida, por exemplo, o S&P 500, um índice de títulos de dívida, *commodities* etc., mais o retorno do portfólio de apostas feitos em todas as classes de ativos.

“Como nossa abordagem não tinha precedentes, explicamos a lógica com cuidado, mostrando como era muito menos arriscada diante das abordagens tradicionais.”

Conclui: “Hoje, por mais de 26 anos, lucrámos em 23 desses 26 (com perdas modestas nos outros três) e fizemos mais dinheiro no total se comparado a qualquer outro fundo de *hedge* na história.”

Se a *Bridgewater* quisesse gerir uma quantidade significativa de dinheiro institucional, seria preciso aceitar somente um número limitado de clientes inovadores tentar a abordagem. Assim, enquanto procurava convencer os clientes a adotarem esse modo, na virada dos anos 1990 para os 2000, o *Alfa Puro* representava apenas algo em torno de 10% do total de ativos gerenciados.

Não era possível negociar ações e *commodities*, em suas contas exclusivas de títulos de dívida, mas aplicava ao portfólio os princípios de estruturação descoberto e utilizado com o *Alfa Puro*. A ideia era dar aos clientes com portfólio de títulos um rendimento maior com níveis menores de risco.

Isso incluía negociar títulos de dívida pública de governos estrangeiros, títulos de dívida externa [*bonds*] do mercado emergente, títulos atrelados à inflação, títulos corporativos e as exposições cambiais vindas com investimentos estrangeiros. Nos portfólios com menos restrições, fazia cerca de cinquenta apostas diferentes.

Em 1991, a *Bridgewater* havia ser tornado a primeira gestora de *sobreposição cambial* para investidores institucionais. Na época, os investidores institucionais (fundos de pensão norte-americanos) estavam colocando porções maiores de seus portfólios nos mercados globais de ações e títulos de dívida.

Embora trabalhar com mercados internacionais acrescentasse uma diversidade valiosa ao investimento, também produzia uma *exposição cambial* sem controle. Isso acrescentava risco sem aumentar o retorno esperado.

Como a *Bridgewater* negociava moedas havia muitos anos e tinha expertise em *engenharia de portfólio*, estava em ótima posição para resolver esse problema. Logo se tornaria a maior gestora cambial ativa do mundo.

Não me alongarei aqui sobre o processo experimental de tentativas e erros na aquisição de capacidade por Ray Dalio de gerir pessoas tão bem quanto geria o dinheiro. É narrado em *Princípios de Trabalho*.

Resumo os aspectos mais importantes da maneira de os colegas se relacionarem no ambiente de trabalho:

1. expor francamente os diversos pensamentos discordantes;
2. dialogar com respeito e estar propenso a mudar de opinião em virtude do aprendizado;
3. estabelecer em consenso uma forma de solucionar impasses, votando ou tendo autoridades claras, por exemplo, e em seguida abandoná-los, sem ressentimentos.

A seu ver, são passos fundamentais para otimizar os processos de qualquer organização ou relação. Para um sistema de tomada de decisão coletiva ser *eficiente*, as pessoas precisam ter certeza de ele ser *justo*.

Contexto 1995-2010

“Em 1995, a *Bridgewater* tinha 42 funcionários e 4,1 bilhões de dólares sob gestão. Embora tudo estivesse muito melhor diante de doze anos antes, quando a empresa era apenas Ray Dalio, e mais estável, ainda agia como no início:

1. enfrentando os mercados,
2. pensando de maneira independente e criativa sobre como fazer suas apostas,
3. cometendo erros,
4. trazendo esses erros à tona,
5. diagnosticando-os para entender sua origem,
6. planejando novas e melhores maneiras de fazer as coisas,
7. implementando mudanças sistematicamente,
8. cometendo novos erros e... daí por diante.”

Porém, ao integrar o *establishment*, as regras de decisão e a quantidade de dados em seu sistema ficavam mais complexos. Contratava programadores jovens e mais capacitados para converter

as instruções em código, bem como recém-formados inteligentes para ajudar nas pesquisas de investimento. Investia em computadores cada vez mais poderosos.

Quando o homem encarregado do dinheiro da Fundação Rockefeller perguntou qual seria a engenharia mais adequada para o portfólio da fundação produzisse rendimentos 5% acima da taxa de inflação dos Estados Unidos, sua resposta foi: *um portfólio de títulos de dívida estrangeiros alavancados e atrelados à inflação, com hedge de exposição cambial.*

Os títulos tinham de ser estrangeiros porque na época não havia títulos do Tesouro americano atrelados à inflação. A fundação precisava de *hedge em relação ao dólar* para não haver risco cambial com o regime flutuante.

Conseguiu arquitetar esse portfólio para ter o mesmo rendimento esperado de um portfólio de ações, mas com menos risco e com correlação negativa entre títulos e ações em longo prazo. Os clientes adoraram e, em pouco tempo, a *Bridgewater* se tornou a primeira gestora de títulos de dívida globais atrelados à inflação.

Em 1996, o vice-secretário do Tesouro dos Estados Unidos, Larry Summers, começou a estudar se o país deveria emitir os próprios títulos atrelados à inflação. Como os associados da *Bridgewater* eram os únicos gestores com portfólio semelhante, sua consultoria foi solicitada. Quando o Tesouro realmente criou os títulos, o modelo adotado seria o proposto por ela.

Outra inovação financeira foi pensar em qual seria o melhor mix de alocação de ativos para *preservar a riqueza por várias gerações* e evitar fortunas pessoais ser destruídas. Independentemente da classe de ativos trabalhada, em longo prazo, perdiam a maior parte do valor.

Os ricos mantinham *dinheiro vivo*, no caso o dólar, sem se importar de moeda ser a pior reserva de valor, em longo prazo, porque perde valor com a inflação e os impostos. Nos Estados Unidos, são cobrados sobre dinheiro vivo – e não sobre ativos ou empréstimos.

“Encontrar investidores com bom desempenho em todos os cenários econômicos — inflação subindo e descendo, *booms*, bolhas estourando em *crashes* — é como encontrar uma agulha no palheiro.”

O desafio do financista era criar um mix de ativos adequado sob quaisquer circunstâncias. Sabia quais mudanças de cenário provocavam movimentações nas classes de ativos e quais relações permaneciam essencialmente inalteradas havia séculos.

Existiam apenas duas grandes forças com as quais se preocupar: crescimento da renda e inflação. Ambas poderiam subir ou descer.

Com a elaboração de quatro estratégias diferentes de investimento — cada uma com melhor desempenho em um cenário específico (crescimento e inflação em expansão, crescimento em alta e inflação em queda etc.) —, seria possível construir um mix equilibrado em longo prazo e imune a perdas severas. Como essa estratégia nunca mudaria, criou um portfólio para investir o dinheiro da herança familiar de maneira segura pelos próximos séculos.

Batizou-o inicialmente de “Portfólio para Todos os Climas”. Quando os clientes vieram atrás, até 2008, a *Bridgewater* passou a gerenciar quase 80 bilhões de dólares e a estratégia passou a ser conhecida de modo genérico como investimento com “paridade de risco”.

“Embora gostássemos de ser uma empresa de ponta, enfrentávamos dificuldades para nos transformar em uma companhia sólida, sobretudo, na área não ligada a investimentos. Precisávamos renovar a *Bridgewater* em vários sentidos — e não seria fácil.”

Em 2008, Ray Dalio trabalhava cerca de 80 horas por semana em dois empregos de tempo integral (supervisionando os investimentos e a empresa) e, na sua opinião, não se saía suficientemente bem em ambos. A sensação era de ele e a empresa, de modo geral, estarem perdendo a excelência.

Desde o início, ele virava bem a chave de alternância entre gestão de investimento e administração de negócio. “Um líder de sucesso é um maestro para orquestrar uma equipe capaz de executar bem os processos em sua ausência.”

A pesquisa das experiências históricas também lhe fez aprender muito mais sobre *crises de endividamento e seus efeitos no mercado financeiro*. Equilibrava os portfólios dos clientes para apresentarem vantagens consideráveis e desvantagens limitadas.

Quando o *Bear Stearns* ruiu, não deflagrou muita preocupação na maioria dos especuladores ou nos mercados, embora fosse um sinal do vir pela frente. Somente seis meses mais tarde, quando foi a vez do *Lehman Brothers*, todos ligaram os pontos.

Àquela altura, as “peças do dominó” começaram a cair rapidamente. “Ainda sem conseguirem conter todos os danos, as autoridades, especialmente o presidente do Fed, Ben Bernanke, reagiram de maneira brilhante para criar ‘*uma maravilhosa desalavancagem*’, ou seja, uma forma de reduzir o fardo da dívida e ao mesmo tempo manter a economia em crescimento e a inflação baixa”.

“As ações do secretário do Tesouro, Hank Paulson, sobretudo a *injeção de dinheiro do governo em bancos sistemicamente importantes*, também foram cruciais.” Isso é colocar cadeado depois da casa arrombada...

Resumindo, segundo seu gestor, “a *Bridgewater* conduziu bem os clientes durante esse período, antecipando movimentos do mercado e evitando perdas.”

Capítulo 3. Diferenças de Formação entre Hyman Minsky e Ray Dalio

Comparações entre Gerações de Financistas

As diferenças entre os intelectuais pré-II Guerra Mundial e os intelectuais da geração *baby-boom* são influenciadas por contextos históricos, culturais e sociais distintos. Em seguida, apresento algumas das principais diferenças entre esses dois grupos.

A primeira, evidentemente, é a *diversidade de contexto histórico e experiências*. Antes da II Guerra Mundial, os intelectuais foram moldados pela Primeira Guerra Mundial, pelas tensões políticas devido à emergência do nazifascismo, e pela Grande Depressão. Eles testemunharam as consequências devastadoras desses eventos influentes nas questões relacionadas à crise econômica, à instabilidade política e às mudanças culturais.

Por sua vez, os da geração *baby-boom* cresceram em um período de reconstrução pós-guerra, prosperidade econômica e Guerra Fria. Suas preocupações estavam ligadas a questões como a luta pelos direitos civis, os movimentos de contracultura e a crescente influência da mídia de massa.

Quanto à *tecnologia e comunicação*, os intelectuais pré-II Guerra Mundial tinham acesso limitado à tecnologia de comunicação e dependiam principalmente de livros, jornais e cartas para disseminar suas ideias. Os intelectuais da geração *baby-boom* testemunharam avanços tecnológicos significativos, como a disseminação da televisão, rádio e, mais tarde, a internet. Isso afetou a forma como suas ideias foram compartilhadas e influenciou a comunicação e a disseminação de conhecimento, ambos massivos.

Os *focos temáticos* foram distintos. Pré-II Guerra Mundial, necessariamente, os intelectuais exploravam questões relacionadas à guerra, nacionalismo, desigualdade social e as raízes das crises econômicas. No pós-guerra, estavam mais inclinados a abordar temas como direitos civis, liberdade individual, igualdade de gênero, ambientalismo e crítica à sociedade de consumo.

Também se diferenciavam os *estilos literários e artísticos*. Anteriormente à II Guerra Mundial, envolviam-se em formas de expressão literária das elites tradicionais, como a poesia clássica, o ensaio e a prosa elaborada. Após, influenciados pela cultura de massa, adotavam estilos mais informais, experimentais e engajados, como a literatura *beat*, a música *rock* e o jornalismo *gonzo*.

Gonzo é um estilo de narrativa em jornalismo, cinematografia ou qualquer outra produção de mídia no qual o narrador abandona qualquer pretensão de objetividade. Seu posicionamento pessoal se engaja profundamente com a ação pretendida.

Por fim, a *influência global* os distingue. Os intelectuais pré-II Guerra Mundial tiveram grande influência no cenário intelectual europeu, com destaque para figuras como Albert Einstein, Sigmund Freud, Virginia Woolf e John Maynard Keynes. Os intelectuais da geração *baby-boom*, por sua vez, emergiram em um contexto mais globalizado e interconectado, com influências além das fronteiras nacionais, graças à disseminação da mídia de massa e das comunicações globais.

Em resumo, as diferenças entre as gerações dos intelectuais refletem as mudanças históricas, culturais e sociais ocorridas entre esses períodos. Influenciaram suas perspectivas, abordagens e contribuições para a sociedade, enfim, o pensamento intelectual.

Rigorosamente, conforme mostrado no primeiro capítulo, Hyman Minsky, nascido em 1919, pertence uma *geração de transição entre economistas*. Caiu-lhe o epíteto “pós-keynesiano”, para qualificá-lo, dado o título de seu primeiro livro de sucesso, publicado em 1975, cujo título era justamente *John Maynard Keynes*.

É interessante a observação de Randall Wray a propósito de Minsky, de quem era Professor Assistente. Embora fosse comumente identificado como um *pós-keynesiano*, ele preferia o rótulo “keynesiano financeiro” como descrição de seu trabalho. Ele se sentia mais próximo dos *institucionalistas americanos*.

Aqui, para comparação com outro, eu o classifico como um “financista”. Advirto isso não ter nenhum caráter pejorativo, antes pelo contrário, considero *Finanças* um conhecimento *fundamental* – e necessário de ser *universal* para o bem-estar de todas as famílias.

Na realidade, quem foi da geração pré-II Guerra Mundial não foi Minsky, mas sim um de seus mais proeminentes inspiradores. O economista britânico John Maynard Keynes (1883-1946) publicou ideias com profundo impacto na teoria econômica e na política econômica do século XX.

Alguns dos principais traços biográficos e características pessoais de Keynes são mais similares aos de Minsky – e não aos de Dalio.

A formação acadêmica e intelectual de Keynes e Minsky foi em Universidades de grande prestígio. Keynes estudou na Universidade de Cambridge, onde se destacou academicamente. Minsky na Escola de Chicago e na Harvard University. Dalio não teve uma formação universitária de tanto prestígio, exceto na especialização na *Harvard Business School* [HBS].

Por isso, em suas autobiografias, Minsky gaba-se de seus notáveis professores e Dalio conta as vantagens de descobrir como ganhar dinheiro por conta própria. Ambos deram contribuições ao conhecimento de Finanças, mas seus métodos de análise – *bottom-up* em Minsky e *top-down* em Dalio – produziram ideias complementares.

Keynes era um aluno talentoso em Matemática, Economia e Filosofia. Sua mente analítica e ampla educação influenciaram sua abordagem interdisciplinar na Economia. Minsky se graduou em Matemática e, depois, transferiu-se para a Economia.

Ambos os financistas, Minsky e Dalio, se caracterizam também pela importância dada ao *conhecimento das instituições*. Distinguem-se o primeiro por ser mais teórico e o segundo mais pragmático.

Na carreira profissional, Keynes trabalhou no serviço público britânico, servindo como conselheiro econômico durante a Primeira Guerra Mundial e mais tarde como representante na Conferência de Paz de Versalhes. Ele também lecionou em Cambridge e publicou trabalhos importantes em Economia.

Nesse sentido, Minsky o acompanhou ao prestar serviço militar ao Exército norte-americano, durante e no pós-guerra, e depois se tornar docente na Universidade da Califórnia em Berkeley. Dalio

pertencia a uma geração rebelde contra a Guerra Vietnam e seu pai arranhou um diagnóstico médico para ele escapar da vã morte em uma guerra imperialista. Nunca foi professor, embora seja escritor.

A obra mais influente (não a mais lida) no século XX, *Teoria Geral da Ocupação, do Juro e da Moeda*, publicada em 1936, revolucionou a teoria econômica ao desafiar as visões clássicas e neoclássicas. Keynes comprovou, logicamente, a economia de mercado não tender a um ajuste automático ao pleno emprego e a intervenção governamental ser necessária para estimular a demanda agregada e evitar crises econômicas.

Os financistas das gerações posteriores não publicaram uma obra-prima, mas sim diversos livros mais acessíveis ao público interessado. Minsky não chegou, em sua vida, à Era dos Livros Digitais, acessíveis para *download* na internet, enquanto Dalio os publica hoje, gratuitamente, pois ganha (muito) dinheiro com a prática do ofício de financista – e não como escritor.

As ideias de Keynes deram origem à política econômica conhecida como *keynesianismo*. Ele defendeu a intervenção governamental na economia, especialmente durante períodos de recessão, para estimular a demanda agregada e promover o emprego.

Minsky compartilha essa postura política e intelectual com ele. Dalio já é mais pragmático, por sempre ter trabalhado no mercado financeiro norte-americano (“Wall Street”). Mas ele se relaciona com líderes políticos mundiais e, por ser democrata nos Estados Unidos, é um crítico do *populismo de direita* instalado lá por Donald Trump – e inspirador de *neofascismo* alhures.

Keynes estava preocupado com as questões sociais e era um defensor ativo das políticas de bem-estar social. Ele acreditava o governo ter um papel a desempenhar na redução das desigualdades e na criação de uma sociedade mais equitativa.

Em política, *Minsky era esquerdista, mas não era sectário*. Por um lado, ele era ativo em atividades políticas da esquerda, até autodenominadas *radicais*, como estudante. Por outro, por tradição familiar, abominava práticas dos comunistas leninistas ou estalinistas.

O envolvimento de Dalio em questões sociais se dá mais via filantropia. Com seu *individualismo metodológico intuitivo*, destaca as relações interpessoais de maneira criativa e saudável.

Keynes era conhecido por seu círculo social diversificado. Incluía artistas, escritores, economistas e políticos. Como um liberal clássico, participava de debates intelectuais e sociais, e suas ideias eram influentes tanto no mundo acadêmico quanto no político.

Minsky aparentava ser, em certas ocasiões, esnobe senão misantropo. *Misanthropia* é o ódio, a antipatia, a desconfiança ou o desprezo geral pela espécie humana, pelo comportamento humano ou pela natureza humana. Seu antônimo é a *filantropia*.

O ativismo e a vida social de Dalio são bem mais amplos e abertos. O circuito dele é internacional, inclusive com chineses, desde os primórdios da retomada da China ao seu histórico papel de grande potência.

Keynes era conhecido por sua habilidade em comunicar conceitos econômicos complexos de maneira clara e acessível. A Economia, para ele, deveria ser compreensível para um público amplo e não apenas debatida por acadêmicos.

Minsky fala mais para acadêmicos, embora não padeça do excesso de citações, típico do *academismo*. Iconoclasta, não precisava se utilizar de "argumentos de autoridade".

Dalio conversa com um público muito mais amplo, treinado no debate com seus "associados" e/ou empregados, e com pretensão de ser inteligível por seus clientes. Seu livro "*Princípios*" (2017) se tornou um *bestseller*, embora não seja lido por economistas esnobes ou anti-"financeirização" (sic). Ele (e sua equipe de revisores) oferecem uma *escrita clara e acessível*.

Quanto aos costumes, Keynes era abertamente homossexual em uma época quando isso era incomum. Ele manteve um relacionamento duradouro com o artista Duncan Grant. Seu casamento com Lydia Lopokova, uma ex-bailarina, foi marcado por amizade e companheirismo.

Minsky teve uma vida familiar normal com sua esposa e dois filhos. Um é professor de História da Arte e o outro é produtor de programas de rádio progressistas.

Dalio narra em detalhes como superou um problema de um dos quatros filhos. Propiciou-lhes uma educação para serem cidadãos globais, inclusive um deles foi educado na China. Acompanhava-se de esposa e filhos inclusive em viagens de negócios.

Esses traços e características ajudam a contrastar a influência e a personalidade multifacetada de John Maynard Keynes com as dos outros financistas. Ele se destacou não apenas como um economista brilhante, mas também como um pensador social e influenciador cultural.

Uma informação a ser corrigida do ChatGPT é sua afirmação "John Maynard Keynes não era conhecido por ser um financista ativo, nem por operar diretamente no mercado financeiro como um investidor". Afirma falsamente: "sua carreira estava mais focada na teoria econômica, na política econômica e na assessoria governamental".

Na verdade, suas teorias e abordagens tiveram implicações profundas no campo financeiro e econômico, influenciando as formas como os governos e instituições financeiras entendem e respondem aos *desafios econômico-financeiros*. Ele sempre esteve envolvido em assuntos públicos, particularmente em questões de Finanças.

Seu biógrafo, Robert Skidelsky (*Keynes*. Rio de Janeiro; Jorge Zahar Editor; 1999. p. 23), destaca seu envolvimento pessoal no *processo de ganhar dinheiro*. "Era sua compreensão do instinto de especulação aquilo capaz de tornar Keynes tão bom economista", observou seu amigo e companheiro em matéria de Finanças, Nicholas Davenport.

Disse: "O economista acadêmico nunca realmente sabe o que move um homem de negócios, por qual razão às vezes quer arriscar-se em projeto de investimento e outras vezes prefere a liquidez ou o dinheiro vivo. Maynard compreendia por qual razão ele mesmo era jogador e sentia os instintos de jogo ou de liquidez do homem de negócios. Disse-me, certa vez: - 'Lembre-se, Nicholas, *a vida dos negócios é sempre uma aposta*'."

Nos anos 20, Keynes integrou em várias ocasiões o Conselho de Administração de diversas firmas de investimento e seguros, sendo presidente entre 1921 e 1937 do *National Mutual Life Assurance Company*. Dedicava parte do seu tempo às nuances especulativas do mercado financeiro, de divisas estrangeiras e de *commodities*.

Este *aspecto financista de sua carreira profissional e acadêmica* está em perfeita consonância com sua abordagem predominantemente pragmática. A Economia como Ciência Pura ou Abstrata lhe interessava muito menos ao considerar o conhecimento da Ciência Econômica como uma Ciência Aplicada e um pré-requisito para a tomada de melhores decisões práticas, seja de política econômica, seja de finanças pessoais, corporativas, públicas e bancárias.

Significado de Financista

O que é um *financista*? É um profissional atuante na área de finanças das organizações. Ele é responsável pela gestão dos recursos financeiros da empresa, além de fazer o gerenciamento da equipe do setor.

Aqui, nesta comparação das ideias de dois influentes financistas contemporâneos, eu me refiro a *quem entende de Finanças*, é capaz de orientar operações com capital de montante significativo, mas também produz ensinamentos sobre a Arte das Finanças. Embora os dois comparados – Minsky e Dalio – tenham acumulado experiências práticas (e dinheiro), meu interesse maior é verificar se o ensinado por eles se completa ou se eles discordam em algum ponto específico.

Uma aparente pista seria um comentário de Dalio sobre o dito por Bill Dudley, presidente do Fed de Nova York, a propósito da Grande Crise Financeira (GCF) de 2008. Acertou precisamente quando disse: “existe um problema fundamental em termos de como *macroeconomistas* examinam o panorama econômico, o crescimento e a inflação... Se você olhar para esses macromodelos, eles geralmente não contam com um setor [sic] financeiro. Não admitem a possibilidade de que *esse setor poderia essencialmente derreter* e, portanto o impulso da política monetária poderia ficar totalmente incapacitado. Então, a lição da crise é trabalhar muito mais para

assegurar o *peçoal das finanças* falar com o *peçoal da macroeconomia* e construir modelos mais robustos.”

Segundo Dalio, “ele estava certo. Nós, ‘o *peçoal das finanças*’, vemos o mundo de maneira bem diferente dos *economistas*.”

Desde então, “os governos se abriram muito mais aos *nossos modos não tradicionais de encarar a economia e os mercados* e ficaram mais *céticos em relação ao pensamento econômico tradicional*. Fracassou tanto em sinalizar quanto em evitar a crise.”

É paradoxal a inversão desse raciocínio: eximir-se e atribuir “a culpa” pela GCF aos macroeconomistas. Ora, nem os financistas, nem os macroeconomistas devem ser tratados como “bodes expiatórios”.

Ambos sim precisam evoluir para uma *abordagem sistêmica financeira*, ou seja, serem “macroeconomistas-financistas”. Teriam então condições de entender a complexidade da configuração da crise sistêmica, emergente das interações dinâmicas de múltiplos componentes interconectados, e distinguir os nódulos principais a serem corrigidos.

Sem considerar as ideologias particulares dos seus interlocutores no governo norte-americano (republicanos ou democratas), Dalio afirma: “minha perspectiva macroeconômica global como investidor era muito diferente da deles como autoridades. *Éramos ambos produtos de nossos ambientes*. Investidores [*financistas*] pensam de maneira independente, antecipam o que ainda não aconteceu e colocam dinheiro de verdade em jogo com suas apostas. Formuladores de políticas [*macroeconomistas*] vêm de ambientes [*acadêmicos*] alimentador do consenso [*do mainstream*], com treinamento para reagir ao já acontecido. Eles os preparam para negociações, não para apostas.”

Por não terem o benefício do constante *feedback* da qualidade de suas decisões, alega Dalio, algo disponível para os financistas, “não fica claro no âmbito governamental *quem são os bons e os maus tomadores de decisões*. Eles também têm de ser *políticos*.”

Pensa: “embora no longo prazo *a máquina econômica* seja mais permanente em lugar de qualquer *sistema político* (maus políticos

serão substituídos e sistemas políticos ruins serão trocados), a *interação entre os dois* guia os ciclos econômicos no aqui e agora”.

As gerações da juventude durante Segunda Guerra Mundial (Minsky) e do pós-guerra (Dalio), esta chamada de “geração 68”, durante a Guerra do Vietnam, foram moldadas por *contextos históricos e sociais diferentes*, resultante em características distintas.

Os indivíduos nascidos durante ou logo após a Primeira Guerra Mundial – como Minsky em 23 de setembro de 1919 – cresceram em um período de austeridade e falso moralismo: a Lei Seca nos Estados Unidos foi de 1920 a 1933. Muitos testemunharam os impactos da Segunda Guerra, incluindo a destruição, o racionamento de alimentos e recursos, e as perdas humanas.

Devido às dificuldades da guerra, essa geração tendia a valorizar a estabilidade, segurança e a criação de uma vida melhor para seus filhos. O trabalho árduo e o planejamento para o futuro eram aspectos importantes de suas vidas.

Muitos da geração jovem durante a Segunda Guerra Mundial tinham uma forte confiança nas instituições governamentais e sociais. Foi devido à experiência de ver o Estado militar desempenhar um papel fundamental durante a guerra.

Em contraposição, a “geração 68” foi marcada por movimentos de contracultura e protestos sociais. Muitos jovens dessa época se envolveram em manifestações pelos direitos civis, liberdade de expressão, igualdade de gênero e contra a Guerra do Vietnã.

A geração do *baby-boom*, jovem durante a jornadas estudantis de 1968 em protesto antibélico, tinha uma atitude crítica em relação às instituições tradicionais e à autoridade estabelecida. Eles desafiaram normas sociais, valores conservadores e estruturas hierárquicas.

Essa geração valorizava a liberdade individual e a autonomia. Eles buscavam novas formas de expressão artística, experimentavam estilos de vida alternativos e exploravam ideias progressistas.

Ela teve um impacto significativo na cultura, política e sociedade. Seus jovens contribuíram para o desenvolvimento do feminismo, dos direitos civis e dos movimentos ambientais. Muitos

protestos e eventos culturais emblemáticos ocorreram durante essa década.

Além disso, a década de 1960 testemunhou avanços tecnológicos e mudanças sociais rápidas, incluindo a disseminação da televisão, a corrida espacial e o movimento pelos direitos civis nos Estados Unidos.

As características de cada geração podem variar entre indivíduos e regiões, mas essas descrições genéricas fornecem uma visão geral das influências e características dominantes das gerações da Segunda Guerra Mundial e da década de 1960. Contextualizam as formações culturais de Minsky e Dalio.

Vamos, em seguida, apresentar e analisar comparativamente as ideias-básicas de cada qual.

PARTE II -
IDEIAS BÁSICAS DOS DOIS FINANCISTAS

Capítulo 4. Ideias-Básicas de Hyman Minsky

Investimento Induzido e Ciclos de Negócios

'*Induction Investment and Business Cycles*' é o título da tese de doutorado defendida na Harvard University por Hyman Minsky (1919-1996), o teórico financista mais influente na corrente heterodoxa na segunda metade do século XX. Seria orientada por Joseph Schumpeter (1883-1950), considerado um dos primeiros teóricos a considerar as inovações tecnológicas como motor do desenvolvimento capitalista. Por causa de sua morte, a tese foi concluída sob a supervisão de Wassily Leontief (1906-1999), notável por pesquisas sobre como as mudanças em um único setor da economia afetam os demais.

O tema original de sua tese era explorar as relações entre a estrutura de mercado corporativo e os bancos. O projeto foi definido para ser uma investigação macroeconômica, envolvendo o funcionamento das forças conjuntas dos mercados e da demanda agregada e mostrando como a volatilidade da demanda leva a flutuações econômicas, ou seja, ciclo de negócios.

Entretanto, a tese parte de uma análise microeconômica do comportamento das empresas, abrangendo os vários *processos de tomada de decisões* quanto à entrada e saída de caixa, estrutura de mercado, expansão, vulnerabilidade e sobrevivência. Descarta, de início, o modelo centralizador, onde se consolida o Estado como o agente principal, sendo denominado "de cima para baixo" [*top-down*].

Adota, então, outro modelo, cujo foco se enquadra nos agentes implementadores e seu poder de discricionariedade na efetivação (ou não) de políticas públicas e, por esta razão, é chamado "de baixo para cima" [*bottom-up*]. Minsky descreve seu objetivo como a formulação de um modelo de mercados de produtos específicos, o qual estabelecerá a base da análise agregada, permitindo-lhe considerar uma série de políticas públicas relevantes para a elaboração de uma Teoria de Ciclo dos Negócios.

Em termos de métodos de análise econômica, eu diria ele ter partido do *individualismo metodológico* ao focar a *iteração* (repetição) em decisões microeconômicas, mas suas *interações* provocam resultantes macroeconômicas em configurações dinâmicas incertas. Ao concluir com a apresentação dos mecanismos de transmissão sistêmica, permite o *holismo metodológico*, ou seja, a visão do todo pelos analistas.

Para Minsky, o fator dominante na vida econômica é a interdependência de todas as unidades institucionais e/ou agentes econômicos. Na minha leitura, são as interconexões das finanças pessoais, corporativa, públicas, bancárias e internacionais, as quais propiciam *a emergência de um sistema complexo*, cujo desafio intelectual é os economistas-financistas decifrarem e ponderarem seus componentes-chaves.

Mas ele, inicialmente, abstrai o Estado e o resto do mundo. Como era praxe, antes da abertura externa diante da globalização do comércio, trabalhou com uma economia fechada. Revisou os modelos convencionais para descrever com precisão a trajetória da economia em conjunto e fornecer alternativas de política fiscal no enfrentamento da '*estagnação secular*' ou da '*inflação contínua*'.

No nível microeconômico de uma empresa, colocou seu investimento como resultante de mudanças na renda interna e agregada. No entanto, padeceu ainda de um "*psicologismo*, a doença infantil dos *psicologistas*" (soma de psicólogos e economistas) ao anunciar a estrutura de seu balanço patrimonial e das contas de resultados (lucros e perdas) refletir "a atitude psicológica em relação à tomada de riscos".

O individualismo metodológico levou à essa exacerbação das "expectativas" psicológicas de tomadores de decisões na história recente do pensamento econômico. Afinal, quantos tomam as decisões coletivas aprovadas em Comitês, Diretorias e Conselhos de Administração? Seus comportamentos heterogêneos podem ser reduzidos à uma expectativa, tipo binária: "otimista" ou "pessimista"? Menos, menos...

Demanda de investimento "induzida" é função de decisões de investimento alteradas por mudanças de mercado, associadas a

mudanças na renda agregada. Por extensão, quaisquer mudanças de investimento seriam *a causa dos ciclos de negócios*.

As mudanças de suas fases (ou conjunturas) incluem tanto mudanças na estrutura do mercado quanto o novo contexto resultante da interação incipiente de firmas não homogêneas. Seriam capazes de levar à alteração do investimento.

O “modelo do acelerador”, em Economia, considera o investimento dependente da alteração da produção (renda) e/ou da variação do consumo e da relação capital-produto. O modelo minskyano do ciclo econômico estabelece o coeficiente do acelerador ser *pró-cíclico*.

Esse modelo ajuda a entender como choques iniciais na economia, sejam eles positivos ou negativos, podem se propagar e amplificar por meio de interações entre os multiplicadores e aceleradores. Combina esses dois conceitos: um aumento autônomo nos gastos de investimentos leva a um aumento na produção, esgotando a capacidade produtiva, leva a mais investimentos (*efeito acelerador*) e, assim por diante, com o efeito multiplicador amplificando o *ciclo de expansão* nos gastos. Ao contrário, uma diminuição nos gastos autônomos também pode levar a um *ciclo de contração*.

Empiricamente, esse modelo de multiplicador recebe, entre outras, as seguintes críticas:

1. *simplificações excessivas*: não refletem a complexidade real da economia, como a suposição de todos os aumentos de gastos resultarem em aumentos lineares de produção;
2. *inobservância dos efeitos de longo prazo*: o modelo tende a se concentrar em efeitos de curto prazo, negligenciando as dinâmicas de longo prazo influentes na resposta da economia aos choques de gastos.
3. *rigidez de preços e salários*: o modelo assume ajustes instantâneos nos preços e salários, entretanto, muitos são rígidos e não se ajustam rapidamente a mudanças na demanda;

4. *efeito do déficit orçamentário*: aumento nos gastos do governo leva a preocupações sobre dívida pública e sustentabilidade fiscal, afetando a confiança dos investidores;
5. *dependência de circunstâncias acima da trajetória*: os efeitos multiplicadores podem variar a depender do contexto macroeconômico, da fase do ciclo econômico e da composição dos gastos, tornando impreciso o impacto do multiplicador;
6. *propensões a consumir e expectativas*: se forem pessimistas, os efeitos do multiplicador podem ser atenuados pela forma como consumidores, empresas e governo interpretam e respondem aos choques de gastos;
7. *vazamento via importações*: parte dos gastos pode destinar para outros países na forma de importações, reduzindo assim o impacto multiplicador na economia doméstica;
8. *limitações em economias abertas*: os efeitos do multiplicador são afetados por fatores externos, como taxas de câmbio e fluxos de comércio, modificar a relação entre gastos e produção.

Portanto, o modelo de multiplicador keynesiano possui limitações e deve ser interpretado com cuidado, considerando as complexidades do mundo real e as múltiplas variáveis ao longo do tempo futuro. Nos anos 50s, Minsky focalizou a estrutura de custo da empresa, operando por meio de salários, conforme mudam, devido às flutuações no emprego e ao grau de atividade de investimento.

No entanto, Minsky se torna vanguarda ao destacar: *as posições de capital previamente criadas devem ser financiadas*. A disposição e a capacidade de uma empresa de absorver perdas incorridas por seus passivos dependem dos *fluxos de caixa* atuais e futuros e das *posições dos balanços*. Estas são uma função da demanda passada, presente e futura.

Como a estrutura do mercado muda ao longo do tempo, também mudam as *condições de financiamento* de uma empresa, ditadas por sua estrutura de balanço particular. Determina o grau de sua vulnerabilidade e, em última análise, sua sobrevivência.

Recursos para investimento podem ser obtidos de três *fontes*: capital próprio, lucros retidos em reservas e crédito. Juntamente com seus *usos*, descrevem a estrutura do balanço patrimonial (passivos e ativos) da empresa.

A teoria econômica usual ignora as finanças corporativas e assume um princípio de comportamento único para todas as empresas: *a maximização do lucro*. Ora, em uma economia de endividamento bancário, *a minimização das perdas* é mais sustentável...

O distinto do tratamento de Minsky do ciclo de negócios, diante da teoria tradicional, é a determinação do coeficiente do acelerador de investimento não apenas pelos fatos estilizados da interação renda-demanda, mas também pelos efeitos das condições de financiamento de uma empresa. Esta distinção é, sem dúvida, a origem da originalidade do pensamento de Minsky ao levantar sua famosa *Hipótese da Fragilidade Financeira*.

Condições Financeiras de Sobrevivência de Empresas Produtivas

Em sua tese de doutorado, "*Investimento Induzido e Ciclos de Negócios*", defendida na Harvard University, Hyman Minsky (1919-1996), o teórico financista mais influente atualmente, afirmou: *os mercados são ineficientes*. Afinal, os agentes não operam em um ambiente competitivo e as informações mais relevantes às decisões são exclusivas.

Identificou as seguintes *restrições financeiras* para as empresas dedicadas à atividade de investimento, durante uma expansão econômica:

1. a dificuldade em alcançar uma base de capital suficiente;
2. o impacto diante de um maior aperto dos prazos de financiamento, devido à elasticidade imperfeita da oferta de crédito;
3. a taxa de expansão do capital implícita no modelo do acelerador implicar na deterioração das condições de financiamento da empresa.

Afetam o propósito de *alavancagem financeira* quando as despesas financeiras “esmagam” o lucro operacional em relação ao capital próprio.

Se as empresas, durante o curso do ciclo de negócios, usarem seus lucros retidos para expandir a capacidade produtiva ao construir uma nova fábrica, por exemplo, isso levará a um patrimônio líquido mais alto e a uma posição de dívida menor. Esta melhoria nas posições dos balanços afetará o coeficiente do acelerador positivamente.

Se, ao contrário, as empresas usarem seus ganhos só para pagar suas dívidas, diminuirá sua posição patrimonial. Em última análise, aumentará a dívida relativa, deteriorará as posições do balanço e afetará negativamente o coeficiente do acelerador.

Como as decisões de investimento se dão em função das *condições financeiras*, refletidas na estrutura do balanço e nas projeções dos fluxos de caixa das empresas não-financeiras, para evitar a falência, esses *fluxos de entrada de caixa* da empresa com a venda da produção devem ser superiores aos *fluxos de saída* com custos de produção e compromissos do serviço da dívida.

Os contratos dívidas de uma empresa refletem as condições existentes nos mercados financeiros, na data na qual as dívidas foram assumidas. Entretanto, as *condições de sobrevivência* sofrem os efeitos das novas condições do mercado de crédito para atender à demanda por refinanciamento das empresas.

As restrições de sobrevivência envolvem liquidez e solvência.

Liquidez é a capacidade de cumprir compromissos de caixa, prejudicada quando os fluxos de lucro atuais ou esperados diminuem, pressionando o uso do capital líquido dos proprietários.

Solvência é a capacidade de pagamento, ou seja, manter algum nível de patrimônio líquido para evitar a falência e sair do mercado. O *risco de sobrevivência* depende do balanço.

Os *perfis financeiros das empresas* se diferenciam por suas respectivas relações entre os compromissos contratuais de pagamento, devido a seus passivos, e os fluxos de caixa. São definidos como cobertas ou protegidas [*hedge*], especulativas e

'Ponzi', distinções desenvolvidas mais adiante por Minsky, mas com raízes na sua tese de doutorado.

As condições de sobrevivência, durante as crises de liquidez na desaceleração do crescimento, foram imputadas por Minsky ao financiamento da expansão da empresa. Em sua interpretação, *os ciclos de negócios são fenômenos monetários e reais*.

Quando o ciclo de expansão está se aproximando de seu pico, as empresas se tornam mais vulneráveis e suas posições de balanço se deterioram por conta de alterações nos fluxos de caixa, diminuindo seu patrimônio líquido. Lucro e renda caem, cumulativamente, até o "fundo do poço" ser atingido.

Esse ponto mais baixo do ciclo dá a oportunidade para o poder de oligopólio ou mesmo monopólio aumentar, porque há menos empresas em condições de sobrevivência. Tornam-se alvos de compra pelas remanescentes no mercado com um grau menor de vulnerabilidade. Isso resulta em saídas do mercado por causa de *fusões e aquisições*.

A Hipótese da Fragilidade Financeira, levantada por Hyman Minsky, é descendente direto das ideias apresentadas em sua tese de doutorado. Apresentou uma Teoria dos Ciclos de Negócios capaz de conectar as condições financeiras das empresas e dos mercados ao investimento e as falhas de coordenação entre os agentes econômicos.

Minsky se preocupou com a volatilidade dos investimentos e, de início, reconheceu a importância da incerteza dos fluxos de caixa dos investimentos. Isso exigiria o governo intervir para reduzir os riscos sistêmicos gerados por esse processo. Alteraria sua postura fiscal e/ou monetária para evitar uma *deflação da dívida*.

Uma sequência de *booms*, a intervenção do governo para evitar a contração, devido à dívida acumulada, e daí novos *booms* implicariam um acúmulo progressivo de *novas dívidas*. Eventualmente, deixaria a economia muito mais frágil financeiramente.

'*Fluxo de caixa*' para uma empresa aparece em quase todos os escritos pós-keynesianos, mas em nenhum lugar no paradigma

neoclássico de *escambo*: troca de mercadorias ou serviços sem fazer uso de moeda. O registro contábil dos fluxos de entrada e saída de caixa é de importância crucial para sinalizar se os investimentos realizados foram baseados em decisões sólidas, se fornece os fundos necessários para a empresa cumprir os pagamentos devidos, e se auxilia no processo de tomada de decisão para futuros financiamentos de investimento.

A análise das escrituras dos fluxos de caixa indica o desempenho da empresa e fornece informação sobre a conexão entre as receitas de caixa das suas operações e sua capacidade de fazer pagamentos das dívidas. Quando essa interconexão é considerada de forma agregada, para todas as unidades de negócios, ela mostra o *desempenho do complexo sistema econômico-financeiro*, durante o curso do investimento com múltiplos componentes em emprego, produção e lucros.

Minsky deduziu do comportamento usualmente observado em uma *economia monetária de produção* (codinome de economia capitalista) existir uma instabilidade inerente, ou seja, uma fragilidade financeira resultante de dois fatores intervenientes. O primeiro diz respeito à complexidade das relações de mercado e o segundo aos percalços dos balanços das empresas.

Assim, as decisões de investimento, além da preocupação com a volatilidade, envolve relações financeiras complexas entre estruturas de passivos, capazes de comprometer os fluxos de caixa. Estes seriam gerados a partir da produção e distribuição, caso contrário, as empresas não-financeiras recorreriam às instituições financeiras.

Anos depois da defesa de sua tese de doutoramento, Minsky articulou uma Teoria de Investimento, combinando finanças e determinação de renda. A “fragilidade financeira”, inerente ao sistema capitalista, é baseada em um *sistema de dois preços*.

Um é o nível de preços do produto atual de ativos novos e o outro, o nível de preços dos ativos financeiros e reais existentes ou usados. O *preço da produção atual* é o dispositivo pelo qual a produção e a distribuição ocorrem e os custos são recuperados. O *preço do capital e dos ativos financeiros* reflete a incerteza e depende

dos rendimentos esperados pelos acionistas em lucros e dividendos, além da especulação por ganhos de capital.

Uma divergência dos dois níveis de preços, quando o *preço de demanda* (valor de mercado de ativos existentes) fica abaixo do *preço de oferta* (custo de construção de ativos novos), gera instabilidade financeira e oscilação em um ciclo de negócios. Não há novos investimentos até essa relação se inverter e for mais barato construir o novo ativo.

A análise minskyana do ciclo econômico é fundamentalmente pós-keynesiana, capaz de ligar Economia e Finanças. Para ser incorporada ao paradigma econômico dominante [*mainstream*], este necessita abandonar o paradigma do escambo de "feiras medievais".

Minsky demonstrou, a respeito ao processo acelerador, a divisão entre fenômenos reais e monetários é enganosa. O estado de inflação de um modelo de acelerador explosivo depende de um *sistema monetário permissivo*.

Sem esse, não pode existir inflação explosiva e o resultado é um equilíbrio estagnado de baixo emprego e crescimento da renda. Não existe um mecanismo de mercado endógeno o qual por si só acabe com o *estado estagnado* e, pior, com a *estagflação*.

Um processo acelerador explosivo seria transformado em uma taxa constante de crescimento por meio de um sistema monetário apropriado. Isto ocorreria no caso de os balanços patrimoniais das empresas não afetarem o comportamento do investimento e, conseqüentemente, o processo acelerador.

Em uma irrealista sociedade competitiva haveria *ciclos curtos* com amplitude relativamente pequena nas flutuações. Em uma economia real, na qual os oligopólios dominam, a tendência é ter um *ciclo mais longo*, com um longo *boom* inflacionário expansionista e, sem intervenção governamental, um longo estado de estagnação.

A mudança na composição da economia, isto é, na proporção de diferentes estruturas de mercado, pode resultar em uma gradação contínua de padrões cíclicos. Se essa hipótese sobre a relação entre estruturas de mercado for válida, então, áreas de política econômica antitruste e anticíclica não podem ser tratadas em compartimentos

separados. A eficácia da política monetária em transformar uma explosão inflacionária em um crescimento constante da economia depende principalmente *da disponibilidade de financiamento* – e apenas indiretamente da *taxa de juros*.

Instabilidade Financeira e Ritmo de Investimento

O Novo PAC (Programa de Aceleração do Crescimento), lançado em agosto de 2023, prevê um total de 12,5 mil obras e projetos distribuídos em mais de 4.000 municípios brasileiros. Há previsão de concessões e PPPs (Parcerias Público Privadas).

Mesmo assim, como de hábito, os economistas neoliberais usaram seus palanques na “grande” (sic) imprensa para pregar a ladainha contumaz em favor do Estado mínimo e do livre-mercado, exceto (é claro) não renunciarem ao monopólio de suas onipresenças na mídia brasileira. Não enfrentam o contraditório em debate público plural – e repetem asneices.

O Novo PAC dá uma sinalização positiva ao empresariado, pois contempla, na definição dos projetos a serem priorizados, o *papel indutor* do Estado (não Estado empresário), por meio do planejamento em médio e longo prazos.

Sua estratégia de desenvolvimento está focada nos temas atuais em todo o mundo:

1. a transição energética para a economia verde,
2. a descarbonização,
3. a reestruturação das cadeias globais de valor,
4. a segurança alimentar, e
5. a inclusão social via habitação, saúde, mobilidade urbana e educação.

Para refletir a respeito da base teórica dessa necessária intervenção governamental, os neoliberais deveriam aprender alguns conceitos desenvolvimentistas de origem keynesiana. Estes priorizam a retomada do crescimento sustentado em longo prazo.

O modelo do acelerador com demanda induzida explora a relação entre o investimento e a demanda agregada na economia. Supõe o investimento ser influenciado tanto pela taxa de crescimento dela quanto pela capacidade produtiva existente: *a oferta agregada*.

A *demanda induzida* se refere à parte da demanda agregada afetada pelas variações nos níveis de renda gerada pela atividade econômica. Quando a produção aumenta, a renda disponível aumenta e leva a um aumento na demanda por bens e serviços, criando um *ciclo de feedback positivo*.

A *demanda autônoma* não está diretamente relacionada aos níveis de produção e atividade econômica. Ela é influenciada por fatores, entre outros, como gastos do governo, investimentos externos, variações na confiança dos consumidores. É geralmente mais estável, diante da demanda induzida, pois não varia com as flutuações.

Em resumo, o modelo do acelerador com demanda induzida explora como as mudanças na demanda total afetam o investimento, enquanto a demanda autônoma se refere a componentes da demanda total não diretamente ligados à produção. No caso brasileiro, estagnada há sete anos sem iniciativas particulares de empreendimentos de porte.

O modelo multiplicador-acelerador combina esses conceitos para explicar como as flutuações nos investimentos podem amplificar as variações na demanda agregada e, conseqüentemente, no Produto Interno Bruto.

O *multiplicador* refere-se ao efeito de um aumento nos gastos autônomos (como investimentos, gastos do governo ou exportações), componentes da demanda final, sobre o PIB. Esse aumento inicial nos gastos cria um *efeito em cadeia*, pois o aumento da renda leva a um aumento no consumo, por sua vez, gera mais produção e renda, criando um *ciclo positivo* de expansão econômica.

Esse modelo combina um aumento autônomo nos gastos, como nos investimentos, elevar a produção, e isto, por sua vez, leva a mais investimentos com o *efeito acelerador*. Logo, um *efeito multiplicador* amplifica o impacto inicial nos gastos. Ao contrário, uma diminuição nos gastos autônomos levaria a um *ciclo de contração*.

Os choques iniciais na economia, sejam eles positivos ou negativos, podem se propagar e amplificar por meio de interações entre os multiplicadores e aceleradores.

O investimento é determinado de acordo com a variação da produção (ou renda), ocorrida no período anterior, ou seja, possui um *componente autônomo* (“espírito animal” segundo Keynes) mais um *componente decorrente do comportamento anterior da renda*. Os impactos adicionais só irão diminuindo conforme vai diminuindo a variação da renda, em ajustamento com *caráter cíclico*.

O *investimento induzido* é o realizado em decorrência de aumento do mercado. Ele é destinado a atender à demanda gerada pelo aumento da renda.

O *investimento autônomo* ocorre em virtude de fatores exógenos como política governamental, inovação tecnológica, economia de guerra etc. Não está relacionado com alterações no nível da renda.

Hyman Minsky demonstra uma generalização sobre o comportamento de uma economia como um todo não tem sentido a menos caso seja integrada ao conhecimento sobre o comportamento de unidades econômicas individuais. Sua Macroeconomia possui *microfundamentos*, pois não se restringe ao individualismo metodológico.

O maior *insight* dele, na tradição de seu primeiro orientador de tese para doutorado, Joseph Schumpeter, é *mergulhos violentos periódicos* serem uma parte inevitável da história do crescimento capitalista. Minsky simplesmente expande a observação central de Schumpeter sobre *a destruição criativa*, ligando-a ao mundo das finanças.

Os defensores do livre mercado, como os neoliberais midiáticos brasileiros, argumentam as finanças capitalistas, deixadas livres, fazerem o melhor trabalho na alocação dos recursos da sociedade. Em geral, esses anacrônicos anticomunistas apontam só para a experiência de investimento socializado no antigo bloco soviético, com seu desperdício, ineficiência e, finalmente, indiferença às necessidades de seus cidadãos.

Curiosamente, nada dizem a respeito do Estado desenvolvimentista chinês, seja em Capitalismo de Estado, seja em Socialismo de Mercado. Como ele tirou o atraso econômico histórico não deixa lições para esses “çábios” (sic) economistas brasileiros?!

Certamente, Minsky acreditava os episódios inevitáveis de grave instabilidade financeira justificarem uma revisão substancial da política econômica. Diziam a respeito do papel anticíclico do Estado.

Nas últimas décadas, ninguém no mundo dos negócios e das finanças pode ter deixado de notar *a necessidade de prevenção das bolhas de ativos*. Esse foco catapulta sua análise de Finanças a ser um necessário conhecimento geral.

Oferece, em lugar da *síntese keynesiana-neoclássica*, uma dissecação do ciclo de expansão e contração de uma economia monetária de produção. O ciclo depende, criticamente, das expectativas nas finanças em um mundo de incerteza generalizada.

Circunstâncias benignas da economia de livre-mercado, observou Minsky, convidam a apostas cada vez mais agressivas no mercado financeiro. A inovação financeira, para alavancar os retornos prometidos durante um cenário otimista, é um desenvolvimento marcante em uma economia liberalizada. Quando as apostas alavancadas entram em vigor, pequenas decepções têm consequências exageradas em retroalimentação.

Assim, longos períodos de calma econômica engendram um *grau de fragilidade financeira crescente*. Os ciclos de alta e baixa emergem das interações da miríade de especuladores e rentistas.

Banqueiros centrais zelosos, de fato, não são a principal causa dos ciclos de negócios. Muito pelo contrário, os resgates da Autoridade Monetária são necessários para evitar recessões periódicas se transformarem em depressões induzidas por *deflação da dívida*.

Choques exógenos de mudanças de preços relativos, fora do desempenho normal de uma economia, não são necessários para produzir um ciclo de expansão e contração. Em vez disso, passos previsíveis dados por financiadores, banqueiros, empresários e investidores – e induzidos por um governo social-desenvolvimentista

– estabelecem uma dinâmica expansionista por natureza – e regulada sem travamento.

Uma das tarefas do livro de Minsky, *John Maynard Keynes*, publicado em 1975, é trazer o financiamento do investimento de volta à análise econômica. Nele se encontra uma exposição mais detalhada sobre a Teoria do Investimento, baseada em uma ressurreição do tratamento do sistema financeiro subjacente. Restaura a análise da economia monetária de produção por Keynes contra a economia de escambo (sem moeda e bancos) do *mainstream*.

Keynes enumerou duas “falhas fundamentais” da economia capitalista: uma distribuição de renda arbitrária e excessivamente desigual e uma incapacidade de alcançar e manter o pleno emprego. No entanto, deixou de listar uma terceira falha fundamental do capitalismo: *a instabilidade financeira*.

Poderia ocorrer outra deflação da dívida e Grande Depressão como em 1929? A resposta de Minsky foi: a combinação de *Big Bank* (Banco Central) e *Big Government* (Tesouro Nacional com orçamento crescente) seria capaz de impedir “Isso acontecer de novo”. Como o *mainstream* desconhecia o autor mais relevante da Teoria das Finanças, na segunda metade do século XX, não sabia: “a estabilidade é desestabilizadora” ... e pode acontecer isso de novo!

John Maynard Keynes por Hyman Minsky

No livro de 1975, intitulado *John Maynard Keynes*, Hyman Minsky já enfoca *os ciclos e as finanças capitalistas*. Junta Teoria Financeira do Investimento e Teoria do Ciclo de Investimento.

Investimento deve ser financiado e o modo como é financiado faz toda a diferença. Se aumenta a parcela do investimento financiada externamente, eleva-se o *grau de fragilidade financeira*, indicado pela relação serviços da dívida / renda esperada (em fluxos), senão fundos externos / capital próprio (em estoques ou saldos).

Mas “o segredo do negócio capitalista” é *a alavancagem financeira* ao usar fundos externos, para aumentar os lucros operacionais com a economia escala, cobrindo as despesas

financeiras com os empréstimos, caso ocorra bem. Em épocas como as vivenciadas na retomada do crescimento sustentado, induzido pelo planejamento estatal, a maioria dos empreendimentos pode ser bem-sucedida.

Isso incentiva uma maior alavancagem e as margens de segurança são reduzidas porque a liquidez diminui com o aumento dos gastos. As relações financeiras tornam-se mais *complexas*, com mais camadas de dívida interpostas em prazos distintos entre a geração e o recebimento de renda.

Se algum devedor se torna inadimplente, pode um *encadeamento de inadimplência*, por cada credor também ser devedor de algum outro credor — e assim por diante, ao longo de uma longa cadeia de compromissos. Se a estrutura institucional e a agilidade na intervenção governamental constranger a crise, são validadas práticas financeiras arriscadas e incentivar inovações financeiras ainda mais arriscadas.

A fragilidade financeira aumentará em uma tendência de longo prazo com risco de crises financeiras cada vez mais graves. Se recessões profundas sempre forem evitadas, o sistema complexo nunca será “limpo de dívidas excessivas”, fenômeno chamado por Minsky de “simplificação financeira”.

Costuma ocorrer em Grandes Depressões, quando há *desalavancagem financeira*. Elimina todas as dívidas corporativas em processo conhecido como “deflação das dívidas” – e apenas a propriedade acionária do capital próprio permanece como suporte de futuras alavancagens.

Em seguida, apresento sua análise da estrutura institucional. Bancos, tanto comerciais como de investimento, financiam e são espécies de “corretores” para a aquisição de ações e o controle dos ativos de capital das empresas por famílias ricas.

Os ativos reais constituem a riqueza de capital: edifícios, estoques de mercadorias, bens em curso de fabricação ou de transporte etc. Os proprietários nominais desses ativos não raramente tomaram dinheiro emprestado para tomar posse deles, seja através de registros de propriedade, inclusive imobiliárias, seja por meio de ações.

Os verdadeiros donos da riqueza têm direitos, não sobre *ativos reais*, mas sobre *dinheiro*. Parte considerável desse “financiamento” ocorre por meio do sistema bancário.

Ele exige garantia para seus depositantes (“recursos de terceiros”), os quais lhe cedem dinheiro para a guarda, de seus clientes tomadores de empréstimos, aos quais empresta dinheiro para financiar a compra de ativos reais. Há uma interposição de espécie de “véu do dinheiro” entre o bem produtivo e o(s) dono(s) da riqueza financeira.

Os bancos, então, financiam o controle sobre ativos reais. Ao atender às famílias, eles financiam e comercializam a aquisição e o controle por meio de ativos financeiros.

Em especialidade, os bancos de investimento administram a distribuição – lançamentos primários (*IPOs*) ou subsequentes (*follow-ons*) de ações e debêntures – e os bancos comerciais financiam os investimentos dos proprietários das ações. A propriedade da participação acionária em uma corporação moderna se vincula ao processo bancário.

Os bancos, para a concessão de crédito, julgam a expectativa vivenciada pelos administradores de ativos de capital real e as famílias possuidoras de ações e outros ativos financeiros. São avaliadores de viabilidade de projetos de investimentos.

Até qual ponto haverá a alavancagem dos lucros operacionais obtidos acima das despesas financeiras, ou seja, as condições de financiamento da dívida, depende não apenas das expectativas das empresas investidoras, mas também da disposição dos banqueiros na prevenção do *risco do credor*. Depende também da disposição das famílias de manter suas “camadas de capital” em cotações apreciadas ou depreciadas na bolsa.

Sempre quando há depreciação dos valores de mercado das ações, diminui a proteção desfrutada pelos bancos credores com a margem de segurança do mutuário. A complexidade da economia capitalista se encontra na rede de conexões do conjunto de balanços inter-relacionados entre as várias unidades produtivas e financeiras por meio de *fluxos de caixa*.

Os fluxos de caixa resultam em saídas do sistema produtor de renda, inclusive salários e impostos, e entradas de lucros brutos corporativos após impostos. Há saídas e entradas da estrutura financeira, composta de juros, dividendos, aluguéis e reembolsos de empréstimos. A negociação de bens de capital e de instrumentos financeiros representam também fluxos de caixa.

Para todos, exceto os dividendos, os fluxos de caixa determinados pela estrutura financeira são *compromissos contratuais*. Lucros e perdas são assumidos por acionistas.

As transações registradas em diversos itens do balanço geram fluxos de caixa capazes de afetarem o preço de mercado desses ativos – formas de manutenção de riqueza. A capacidade de gerar fluxos de caixa, na venda rápida de um ativo sem grandes concessões de preço baixo, mede sua *liquidez*.

O desenvolvimento de mercados secundários de títulos de dívida direta (debêntures) ou mesmo de ações são organizados para fornecer liquidez comparável à do dinheiro. Atendem aos interesses de propriedade, direta ou indireta, em ativos de capital.

Os proprietários não operacionais pagam um prêmio à capacidade de se desvencilhar de sua propriedade ao vender sua riqueza. Poderá também redistribuir sua participação acionária ao não participar de novas capitalizações, diluindo seu controle.

Essa capacidade de ações serem trocadas por dinheiro à vontade do proprietário, é atributo particular das finanças em economia de mercado de capitais, afeta o ritmo do investimento na produção. A liquidez dos mercados secundários geralmente facilita, embora às vezes impeça o curso de novos investimentos.

O *estado de confiança* do especulador no mercado de ações ou do próprio investidor direto na produção, embora estejam satisfeitos com as perspectivas, não terá controle ilimitado sobre o dinheiro à taxa de juros do mercado. Outra faceta do estado de confiança se refere à confiança das instituições financeiras em relação àqueles em busca de tomar empréstimos delas, descrito como o *estado de crédito*.

Um colapso no preço das ações, com reações desastrosas sobre a eficiência marginal do capital, pode ser devido à quebra da confiança especulativa ou do estado de crédito. O enfraquecimento de qualquer um deles é suficiente para garantir o colapso.

Mas a recuperação requer o renascimento de ambos. Enquanto o enfraquecimento da concessão do crédito é suficiente para provocar um colapso, seu fortalecimento, embora seja uma *condição necessária* para a recuperação, *não é uma condição suficiente*.

O *estado do crédito* reflete as opiniões dos banqueiros em relação aos tomadores de empréstimos. Eles financiam as posições tanto dos detentores de ativos reais quanto dos detentores de ações por empréstimos.

Uma revisão por parte dos banqueiros de suas opiniões sobre a alavancagem apropriada a ser usada para financiar posições em ativos de capital não necessariamente causará uma revisão imediata no valor de mercado desses ativos, especialmente, se os rendimentos prospectivos e a taxa de capitalização não forem afetados. Mas tal revisão das opiniões dos banqueiros pode ter um forte impacto sobre os preços das ações.

As operações de empréstimo de ações servem a várias finalidades. Uma é a *cobertura de posições vendidas* [*short selling*]: especuladores assumem apostas na queda dos preços, tomando ações emprestadas para serem vendidas de imediato no mercado. Posteriormente, eles podem recomprar as ações no mercado a um preço mais baixo e devolvê-las ao proprietário original, lucrando com a diferença.

Os especuladores podem usar empréstimos de ações para aproveitar oportunidades de arbitragem, onde exploram diferenças de preços entre diferentes mercados ou ativos relacionados. Proprietários de ações podem emprestar seus ativos para ganhar uma taxa de empréstimo, o que pode ser uma fonte adicional de renda.

O *empréstimo de ações* pode aumentar a liquidez no mercado, permitindo os especuladores tomarem posições temporárias sem a necessidade de comprar as ações, sendo benéfico para operações de

curto prazo. Quem deseja “vender a descoberto” precisa ter acesso às ações para vender.

Especuladores com desejo de realizar *estratégias de opções complexas* podem precisar de ações subjacentes para cobrir suas posições. O empréstimo de ações pode facilitar essas estratégias.

Por sua vez, investidores institucionais prudentes podem usar empréstimos de ações como parte de estratégias de *hedge* para proteger suas carteiras de ações contra movimentos adversos de mercado. Adotam *estratégias de cobertura*.

Investidores ou instituições financeiras podem usar ações emprestadas como garantia para empréstimos ou operações financeiras. Em situações nas quais os investidores desejam tomar emprestado ações, para atender a demandas temporárias, como fechamento de operações, ações emprestadas podem ser usadas para equilibrar as necessidades de curto prazo.

Em geral, o empréstimo de ações desempenha um papel importante na gestão de riscos, na facilitação das operações do mercado financeiro e na criação de oportunidades de investimento. No entanto, existem riscos associados a essas transações, como o risco de inadimplência e a volatilidade do mercado.

Papel das Bolsa de Valores e dos Bancos

A organização das bolsas de valores é pensada para facilitar as transações em ações. Leva a um grande giro desses investimentos indiretos na produção e a uma constante reavaliação de seu preço de mercado.

O impacto sobre o comportamento do sistema financeiro capitalista são particularmente relevantes para o argumento de Hyman Minsky, apresentado em seu livro publicado em 1975 com título *John Maynard Keynes*.

As decisões de investir em negócios privados em economias de autofinanciamento, sem mercado de crédito ou de ações, eram decisões em grande parte irrevogáveis, não apenas para a comunidade como um todo, mas também para cada indivíduo. Com a separação entre propriedade e gestão, prevaiente hoje, juntam-se

a *economia de endividamento bancário* e a *economia de mercado de capitais*.

Isso facilita o investimento, mas às vezes contribui muito para a *instabilidade do sistema*. Na ausência de mercados de valores mobiliários, não se tentava, frequentemente, reavaliar um investimento produtivo com o qual o investidor estava comprometido.

Mas, na Bolsa de Valores, reavalia-se muitos investimentos todos os dias. Nesse mercado de rumores e boatos, além das análises de balanços (patrimoniais e de resultados), as reavaliações dão uma oportunidade frequente ao acionista, embora não aos gestores da corporação como um todo, de revisar seus compromissos.

As reavaliações diárias da Bolsa de Valores, embora sejam feitas principalmente para facilitar as transferências de investimentos antigos entre um indivíduo e outro, inevitavelmente, exercem *uma influência decisiva na nova taxa de investimento*. Não faz sentido construir uma nova empresa a um custo acima daquele pelo qual uma empresa similar já existente pode ser comprada: ocorre isso quando o *preço de demanda* (valor de mercado) está abaixo do *preço de oferta* (custo de construção de nova planta).

Quando há um incentivo ou confiança para gastar em um novo prospecto, aparentemente uma soma até extravagante, se ela puder ser lançada na Bolsa de Valores com valorização de suas ações, o controlador terá um lucro imediato. Assim, certas classes de investimento são regidas pelas expectativas médias dos negociantes na Bolsa, reveladas no preço das ações, e não pelas expectativas genuínas do empresário profissional, ou seja, o gestor da empresa.

É necessário distinguir entre *empreendimento* e *especulação*. Esta se refere à atividade de prever a psicologia de O Mercado, aquele se refere a atividade de prever os rendimentos prospectivos de ativos de capital ao longo de toda a sua vida útil. Se há a organização dos mercados de ações, o risco da predominância da especulação aumenta.

Um especulador faz fortuna apostando em ganho de capital com a *virada do mercado*: compra quando espera os preços dos ativos subirem, vende quando espera eles caírem. A situação é

danosa quando o empreendimento se torna uma “bolha” em um processo de retroalimentação de especulação altista.

Quando o desenvolvimento de capital de um país se torna dependente de um “cassino de apostas”, os especuladores podem causar danos como *inflar bolhas* em vez de manter um fluxo constante de capital para empreendimentos em longo prazo.

Por sua vez, em uma *economia de endividamento bancário*, sempre quando, em decorrência da melhora da confiança e do crédito, aumenta a alavancagem do investimento, os proprietários do estoque de bens de capital, cuja estrutura de responsabilidades é compatível com um estágio anterior de confiança, encontram-se com uma margem não utilizada de “capacidade de tomar empréstimo”.

Essa margem se soma aos *lucros retidos* ao fornecer uma base para a expansão da propriedade de *bens de capital*: bens destinados à produção de outros, como máquinas, equipamentos, materiais de construção, instalações industriais etc. Conhecidos como *bens de produção*.

Um aumento na confiança e no *estado de crédito* é equivalente em seu efeito sobre o potencial de financiamento de dívida do investimento a uma melhoria no rendimento ou fluxo de caixa. Caso as empresas operacionais aproveitem essas visões alteradas sobre a *estrutura de passivo apropriada*, pode ocorrer um aumento na *alavancagem*.

Proprietários (e possíveis proprietários) de ações podem ver o *financiamento do capital*, representado pela propriedade de ações, como uma alternativa ao *financiamento por dívida*. A elevação no estado de confiança afeta o financiamento das corporações e o financiamento da propriedade das ações, ou seja, aumenta tanto o serviço da dívida (numerador) quanto o capital (denominador), propiciando maior *alavancagem financeira*: novos lucros operacionais cobrindo as maiores despesas financeiras.

Na realidade, empresários, gerentes e banqueiros, enquanto famílias controladoras, são os principais proprietários de ações em economias com distribuição de renda e riqueza característica do capitalismo. Isto sem falar em proprietários de empresas

multinacionais residentes no exterior, onde recebem as remessas dos lucros locais.

Um aumento nos empréstimos para possuir *ações* acompanha um aumento na disposição para financiar a aquisição de ativos de capital por meio de *dívida*. Caso a oferta de ações esteja fixa, os preços de mercado das ações aumentam.

Portanto, o financiamento, tanto do capital para a produção adicional de bens de capital, quanto para o aumento do financiamento com posições de endividamento, vêm das duas fontes identificadas:

1. a diversificação da carteira dos detentores de riqueza, particularmente quanto à posse de dinheiro por meio de ações (e/ou bens de capital), e
2. a criação de dinheiro por meio de crédito bancário.

Daí, tanto o mercado de ações quanto os bancos ocupam uma posição-chave na transição de uma escala de atividade mais baixa para uma mais alta.

Os banqueiros podem ser especuladores quanto ao futuro, assim como todos os homens de negócios. Na realidade, como os passivos dos banqueiros são depósitos à vista ou de curto prazo, e seus ativos são principalmente empréstimos a prazo acima dos curtos, os banqueiros são, por definição, sempre especuladores com esse “descasamento de *durations*”.

Eles estão sempre especulando sobre sua capacidade de refinar suas posições em ativos, enquanto ocorrem saques ou entradas de depósitos. Por causa da instabilidade desses fluxos de caixa (entradas e saídas imprevisíveis diariamente), o sistema bancário como é praticado não poderia existir sem um *mercado interbancário* bem desenvolvido de empréstimos lastreados em títulos de dívida pública entre os bancos.

Os banqueiros também especulam sobre a composição de seus ativos entre carteiras de empréstimos ou de títulos. Eles podem vender posições em títulos negociáveis para financiar empréstimos adicionais, demandados durante um *boom*.

Quando os bancos vendem títulos, eles permanecem dentro do sistema financeiro. Há entrada dos títulos em alguma carteira como um substituto para o dinheiro.

Para essa substituição ocorrer, ela é tornada atrativa por taxas de juros mais altas diante de preços de títulos prefixados mais baixos. Durante os *booms*, os banqueiros “compram de volta” a capacidade de empréstimo ao vender sua carteira de investimentos para famílias, detentores corporativos de dinheiro, intermediários financeiros não bancários, investidores institucionais como fundos de pensão, fundos de investimento e seguradoras etc.

Os bancos aumentam a proporção de passivos bancários em relação às reservas bancárias, quando lastreiam o empréstimo de longo prazo com depósitos à vista, substituem promessas de empréstimo (linhas de crédito) por empréstimos reais e evitam custo de oportunidade com reservas não utilizadas por meio de transações interbancárias, ou seja, transações lastreadas em títulos de dívida pública. Assim, *a quantidade efetiva de dinheiro é determinada endogenamente ao sistema financeiro.*

Além disso, as empresas podem vender suas dívidas em recebíveis, chamadas de “papeis comerciais”. Isso ativa saldos de caixa de curto prazo disponível para outras empresas.

O *papel comercial*, como uma nota promissória, é muito parecido com o dinheiro por ser apenas “uma morada temporária de poder de compra”. Especialmente, porque pode ser concedido em prazo sob a medida das especificações dos detentores.

Portanto, o efeito do aumento do financiamento externo é tanto aumentar a oferta monetária quanto diminuir os saldos de caixa ociosos. Há mudanças de velocidade de giro com essas substituições de dívida de curto prazo por ativos monetários em carteiras. Minsky deixa evidente *como as finanças corporativas afetam a estrutura da dívida.*

Fusões e Aquisições com Dívidas

A compra do controle acionário em uma aquisição de empresa é muitas vezes realizada pela emissão de um complicado pacote de

dívida-capital-dinheiro pela empresa compradora. Junta a *economia de endividamento bancário* e a *economia de mercado de capitais*.

Depois da aquisição de outra "sociedade anônima", a família proprietária das ações possui uma combinação de ações e dívidas na nova corporação em vez de sua única propriedade acionária na antiga organização. O dinheiro usado em tais negócios geralmente vem de empréstimos e do dinheiro "excedente", isto é, reservas tanto das compradoras quanto das compradas. Esse "dinheiro" existente no balanço patrimonial da empresa comprada é usado pelo comprador – e pode ser suficiente para quase pagar a compra.

A conglomeração de empresas pode servir a propósitos distintos em um mundo com dívidas. De maneira empresarial, se uma empresa é capaz de produzir um conjunto de rendimentos prospectivos e a outra firma um certo conjunto de rendimentos prospectivos interessantes, o empresário visualiza sob sua direção a nova empresa resultante da fusão ou aquisição vai render acima do esperado antes.

Se os lucros forem superiores o suficiente, até mesmo uma administração mais prudente com firme propósito de evitar riscos estará disposta a emitir dívida para financiar a fusão ou a aquisição. Uma aquisição especulativa é caracterizada quando uma empresa endividada, portanto, com fluxos de caixa de saídas devido às dívidas, adquire uma firma capaz de ter evitado o financiamento com dívida.

A firma adquirente visualiza se estiver no controle da outra empresa seu índice de endividamento pode ser aplicado a nova empresa com menos dívida e mais rendimentos prospectivos, então, novo dinheiro pode ser levantado por dívida. Este dinheiro pode ser usado para a expansão da empresa resultante da conglomeração de ambas.

As aquisições especulativas baseiam-se nas possibilidades de alavancagem abertas pela existência de empresas conservadoras. São empresas cujos balanços refletem práticas financeiras "antigas", típicas de controle familiar.

O efeito de tais substituições de portfólio por emissores de passivos e detentores de ativos é gerar, no agregado e no curto

prazo, uma maior elasticidade de financiamento. Enquanto um *boom* se desenvolve, o financiamento propiciado pelo novo portfólio vai sendo absorvido – e o financiamento pode se tornar menos elástico.

No estágio inicial de um *boom*, os termos do financiamento não mudam muito, mesmo quando o financiamento da dívida se expande rapidamente. Nos estágios posteriores do *boom*, os termos de financiamento podem subir acentuadamente.

Se os negócios anteriores foram financiados com empréstimos de curto prazo, esses aumentos nos encargos financeiros, quando repactuados ou refinanciados, podem afetar negativamente o valor dos negócios anteriores.

Assim, a progressão de um *boom* vê a experimentação de responsabilidade em três níveis:

1. as empresas se envolvem mais no financiamento da dívida,
2. as famílias acionistas controladoras cortam seus estoques de caixa e ativos líquidos em relação à sua dívida e
3. os bancos aumentam seus empréstimos mais rentáveis às custas de vendas dos títulos menos rentáveis, especialmente títulos de dívida pública.

Além disso, cada vez mais os bancos confiam no gerenciamento de seus passivos para acomodar os tomadores de empréstimos. Em contrapartida, as empresas tomadoras de empréstimos se envolvem em gerenciamento de seus passivos bancários para financiar sua posição de ativos de capital.

A complexidade do sistema financeiro vai além disso, quando instituições financeiras não bancárias usam dívida bancária, dívida mercantis (vendas/compras a prazo) e títulos de longo prazo para adquirir dívidas. Pelo menos mais uma camada de dívidas se sobrepõe às demais.

Essa dívida é construída sobre uma base principal: *as quase-rendas*, ou seja, ganhos por firmas comerciais na produção para venda com lucro. Além disso, em um mundo onde as famílias tomam empréstimos para o consumo, existe outra camada de dívida, cuja base é a renda familiar, principalmente, constituída pelos salários.

O crescimento da intermediação financeira e dos mercados secundários adiciona outros conjuntos de ativos possíveis de ser mantidos como ativos líquidos em carteiras. Como tal, são *substitutos do dinheiro*. Essa intermediação financeira, em disputa competitiva, tende a aumentar o preço dos ativos de capital em relação ao preço da produção atual.

Assim, a especulação tem três aspectos. Os proprietários de bens de capital especulam por meio de investimentos financiados por dívidas e posições no estoque de bens de capital. Os bancos e outras instituições financeiras especulam sobre o mix de ativos possuídos e sobre o mix de passivos devidos. As famílias acionistas especulam sobre os ativos financeiros possuídos e sobre como financiam sua posição nesses ativos.

Durante um *boom*, a demanda especulativa por dinheiro vai diminuindo e as carteiras sofrem do Princípio do Risco Crescente com mais posições financiadas por dívida. Proprietários de ativos de capital comprometem parcelas maiores de seus fluxos de caixa esperados pelas operações com o pagamento de seus compromissos financeiros.

Os bancos aumentam sua posse de empréstimos em detrimento de carteira de títulos e, por meio da gestão ativa de passivos, aumentam sua escala de operações para determinadas reservas de caixa. Outras instituições financeiras também aumentam sua escala de operações ao buscar, ativamente, fundos. Famílias e empresas substituem o dinheiro por ativos financeiros não monetários como reservas líquidas.

Unidades, tanto operacionais, quanto financeiras, com estruturas de passivo elaboradas, desenvolvem compromissos de pagamento em dinheiro. Eles podem exceder os recebimentos de caixa obtidos no curto período de contratos assinados ou de operações.

Para cumprir seus compromissos de pagamento em dinheiro, elas devem se *refinanciar* ou vender seus ativos para livrar de seus passivos. Alguns ativos e passivos financeiros têm mercados amplos com muitos participantes. São ditos *profundos*, no sentido de pequenas concessões de preços trazerem um grande incremento de fundos, ou seja, uma oferta elástica de financiamento.

Outros mercados financeiros são *estreitos*, com apenas alguns participantes, e *rasos*. Desse modo, qualquer aumento no volume de ações em oferta subsequente levará a grande queda de cotações, sem qualquer aumento proporcional na oferta de fundos.

O processo de venda de ativos ou passivos financeiros para cumprir compromissos de pagamento em dinheiro é chamado de *formação de posição*, sendo a posição constituída pelos ativos detidos pela unidade. Embora gerem receita, há risco de não possuírem mercados secundários nos quais possam ser vendidos prontamente.

Para as corporações, a "posição" a ser financiada está nos bens de capital necessários para a produção. Para empresas financeiras, a "posição" é definida pelos ativos com mercados secundários fracos.

Enquanto um *boom* se desenvolve, famílias, empresas e instituições financeiras são forçadas a empreender atividades cada vez mais aventureiras de tomada de posição. Quando o limite de sua capacidade de tomar empréstimos de um para pagar outro é atingido, a opção é vender alguma posição ou interromper ou desacelerar a aquisição de ativos. Para empresas operacionais, isso envolve uma *redução na alavancagem*, usada para financiar novos investimentos.

Quando a demanda especulativa por dinheiro aumenta, devido a um aumento do perigo visto como decorrente de estruturas de responsabilidades contratuais, então, empresas, famílias e instituições financeiras tentam vender ou reduzir seus ativos para pagar dívidas. Essa *desalavancagem financeira* leva a uma queda no preço dos ativos. Uma queda nos preços das ações é um aspecto de uma situação de crise.

O *processo de deflação da dívida* se segue a uma crise surge de duas situações. Na primeira, o *preço de demanda* de ativos de capital derivados da capitalização de mercado de quase-rendas está acima do *preço de oferta*, mas o risco do tomador de empréstimo é tão grande a ponto de o investimento ser inferior ao possível de os fundos internos financiar.

Na segunda situação, o *preço de demanda* de bens de capital está abaixo do *preço de oferta*. Logo, o investimento novo (e não por meio de transferência patrimonial) tenderá a zero.

Todos os fundos gerados internamente são utilizados para pagar a dívida. Um dos principais objetivos das empresas, banqueiros e intermediários financeiros, nessa situação de *deflação da dívida* (desalavancagem financeira), é “limpar seus balanços” em simplificação financeira.

Frequentemente, nessas situações, as empresas também “financiarão” suas dívidas de curto prazo, ou seja, emitindo dívidas de longo prazo para substituir dívidas de curto prazo a vencer. Segundo Hyman Minsky, assumem a *postura financeira Ponzi* quando contam, crucialmente, com a rolagem de dívidas para suas sobrevivências.

Processo de Deflação de Dívidas

Os compromissos de fluxo de caixa de curto prazo, na estrutura do passivo composto por dívidas, necessitam ser reduzidos. Tal reembolso tende a aumentar os custos de longo prazo com taxas de juros, mesmo se as taxas de juros de curto prazo estiverem diminuindo: os bancos têm capacidade de empréstimo, mas os tomadores de empréstimos não estão dispostos a usá-la por conta de seu custo estar mais elevado.

Quando a conjuntura é de não estar mais em um *boom*, mas sim em um *processo de deflação da dívida*, ocorre uma retroalimentação dos desenvolvimentos puramente financeiros para a redução da demanda por investimento e, por meio do multiplicador, reduz também a demanda para o consumo. O resultado é desemprego e depressão.

O efeito combinado dos propósitos estabilizadores em curto prazo dos gastos de consumo, das estabilizações dos gastos do governo e da carga tributária, da busca de ativos monetários não por meio de dívidas exige o Banco Central atuar como *emprestador de último recurso*. Somente com esse apoio ao sistema bancário interromperá a deflação da dívida e o conseqüente declínio da renda.

No entanto, como um processo de deflação da dívida tem um efeito imediato e prolongado sobre o investimento e as posições de endividamento desejadas, ele levará a *um período de desemprego persistente*. Uma recessão com estagnação em um nível de renda

relativamente baixa, desemprego alto e com profundidade e duração incertas se seguirá a um *processo de deflação da dívida*.

Enquanto as repercussões subjetivas da deflação da dívida desaparecem, ao ocorrer o desinvestimento e as posições financeiras serem reconstruídas, durante a fase de estagnação, inicia-se uma *recuperação e expansão*. Tal recuperação começa com fortes lembranças da penalidade extraída por causa de posições de responsabilidade expostas, durante a deflação da dívida, e com necessidade de as expurgar.

No entanto, *o sucesso gera ousadia*. Com o tempo, a memória do desastre passado é corroída. Hyman Minsky pronunciou, em referência, sua famosa frase: "a estabilidade é desestabilizadora", mesmo durante uma expansão.

O financiamento mais aventureiro do investimento compensa para os líderes. Outros especuladores seguem sua tendência altista. Com as valorizações das ações, uma expansão irá, em ritmo acelerado, alimentar o *boom*.

As facilidades financeiras regulam o ritmo de novos investimentos. Este ritmo do investimento que determina a renda e o emprego.

Ao lidar com a incerteza, na prática, há uma concordância tácita. Como regra, recorre-se a uma convenção.

Em uma economia capitalista, o aspecto menos ligado à tecnologia ou às propriedades psicológicas fundamentais está mais claramente ligado a uma convenção ou mesmo a uma moda, sujeito a humores de otimismo e pessimismo. A estrutura de responsabilidade das organizações operacionais e financeiras responde às *visões dos adivinhos*.

Em economias onde existem mais empréstimos em cima de empréstimos, a engenhosidade é aplicada no desenvolvimento e na introdução de *inovações financeiras*, contornando regulamentações da Autoridade Monetária, assim como há inovações na produção e no *marketing*. O financiamento costuma ser baseado na suposição de o atual estado de coisas continuar, indefinidamente, mas é claro essa suposição se mostrar falsa.

Durante um *boom*, o estado (ou configuração dinâmica) existente emerge de ganhos de capital e reavaliações de ativos. Durante uma *deflação da dívida* e uma recessão com estagnação, a mesma suposição convencional do presente ser sempre dominante é feita.

A sabedoria popular orientadora é *as dívidas devem ser evitadas*, pois as dívidas levariam ao desastre. Enquanto a recuperação se aproxima do pleno emprego, a atual geração de *adivinhos econômicos* proclamará o ciclo econômico ter sido banido da face da terra e uma nova Era de Prosperidade permanente ter sido inaugurada nesse novo mundo.

Dívidas podem ser contraídas, afinal, porque os novos instrumentos de política pública, seja política monetária ou a política fiscal, juntamente com a maior sofisticação dos cientistas econômicos a aconselharem sobre política, garantem: “as crises e as deflações da dívida agora são coisas do passado!”.

Mas, na verdade, nem o *boom*, nem a *deflação da dívida*, tampouco a *estagnação*, e certamente nem a *recuperação* ou o *crescimento em direção ao pleno emprego* podem continuar indefinidamente. Cada estado de coisas, em uma economia monetária de produção com *configurações dinâmicas* por conta das interações entre seus diversos componentes, alimenta forças de mercado de modo a levar à sua própria destruição.

De todos os mercados dessa economia, os mercados de investimentos e instrumentos de dívida, usados para adquirir ações e controlar bens de capital, são os mais claramente se baseados em *convenções tênues*. Portanto, não é surpreendente uma *convenção*, em uma visão absoluta de coisas tão arbitrárias, ter em sua precariedade uma grande parte do problema contemporâneo de garantir investimento suficiente para o pleno emprego.

A conclusão da argumentação pós-keynesiana de Minsky era o passo faltante na teoria padrão: *faltava a consideração explícita das finanças capitalistas dentro de um contexto cíclico e especulativo*. Quando as finanças capitalistas são introduzidas e a evolução dos fluxos de caixa é escriturada nos balancetes inter-relacionados, durante os vários estados da economia, é explicitamente examinado, então, o poder total dos *insights* revolucionários, baseados no quadro

alternativo de análise de Keynes diante dos neoliberais, torna-se evidente.

Por qual razão os aspectos financeiros foram deixados essencialmente implícitos, por qual razão eles foram sujeitos a alusões ao invés de argumentação detalhada, na *Teoria Geral*, ainda se debate. O livro de Keynes não emergiu com *uma análise cíclica e financeira completa e uma crítica do capitalismo*.

O *paradigma do escambo* neoclássico permaneceu em seu pensamento, de modo ele não ter dado o passo final para uma análise do processo capitalista totalmente enraizado na "City" e em "Wall Street". Mesmo Minsky, sendo incapaz de explicar por qual razão Keynes não expandiu sua referência às Finanças, ele oferece uma razão pela qual as gerações seguintes não seguiram as dicas.

Primeiro, os problemas do período desde o aparecimento de *Teoria Geral* (1936), publicado por Keynes, até quando foi publicado o livro *Keynes* (1975), publicado por Minsky, foram caracterizados por *finanças robustas*. Não ocorreram as febres especulativas as quais haviam caracterizado explosões anteriores em *booms*.

O sistema bancário, nos Estados Unidos, saiu da guerra com uma carteira fortemente carregada de títulos de dívida pública. Foi somente na década de 1960 quando os bancos começaram a especular ativamente com relação a seus passivos.

Foi um período único, quando as finanças importaram relativamente pouco. Não interpuseram seus caminhos desestabilizadores, mas dinâmicos.

Além disso, o governo norte-americano, devido aos gastos militares maciços e contínuos, permaneceu grande. Logo, os impostos eram altos e responsivos às mudanças na renda. Assim, um piso alto para a renda, devido aos gastos do governo e uma restrição fiscal contra a expansão indevida, devido ao sistema tributário, estavam operantes.

É necessário considerar a crise dos anos 60s, o aperto de liquidez e as desvalorizações cambiais após o fim do padrão-ouro, em 1971, e a persistência da inflação com o choque do petróleo (OPEP), em 1974. A combinação de *mudanças estruturais*, particularmente o

tamanho relativo do governo com o neoliberalismo, mudaram a forma, embora não o caráter essencial, dos *ciclos econômico-financeiros capitalistas*.

Uma última razão pode ser apresentada para explicar por qual razão a ênfase de Keynes nas Finanças, inclusive na *Teoria Geral*, não foi seguida, enquanto a economia se desenvolveu após a Segunda Guerra Mundial. Os economistas analíticos não tiveram o contato, como Keynes teve, com as operações da City — ou de Wall Street.

No período após a Segunda Guerra Mundial, as carreiras dos economistas foram feitas por combinações de trabalho puramente acadêmico e serviço governamental. A visão esclarecida da operação das Finanças, possuída por Keynes, não estava prontamente disponível para os economistas acadêmicos.

Aqueles com conhecimento sobre Finanças não tinham a atitude cética e distante em relação à economia capitalista com suas empresas contratantes de seus serviços. Era necessária para entender e apreciar sua atitude basicamente crítica. Esta permeou obra de Keynes.

Assim, sua mensagem básica foi negligenciada: as Finanças agem como *reguladora*, ora repressora, ora amplificadora, do investimento. Como resultado, *as Finanças definem o ritmo da economia*. Esta foi a grande contribuição de Hyman Minsky, o maior teórico heterodoxo da Economia Financeira na segunda metade do século XX.

Investimento e Finanças

Hyman Minsky (1919-1996), o teórico financista mais influente atualmente, apresentou o núcleo do seu pensamento em seu livro *Estabilizando uma Economia Instável* (1986). Vou resumi-lo.

Em uma economia capitalista, os lucros motivam e recompensam os negócios, validam o passado e induzem o futuro. Os lucros dependem do investimento no presente.

No modelo binário (ao máximo simplificado), tipo “nós contra eles”, era pressuposto os trabalhadores consumirem todos os seus

salários e os capitalistas economizarem todos os seus lucros. Desse modo, essa poupança igualava o investimento.

Michal Kalecki levantou a hipótese teórica: “os trabalhadores gastam o que ganham; os capitalistas ganham o que gastam”. Mas será realista esse absolutismo, hoje, quando “o *comunismo* chinês massificou o *consumismo* ocidental”, acabando com a divisão, existente na época quando ele disse isso, entre bens de consumo de luxo (ou capitalista) e bens de consumo popular (ou trabalhista)?

Agora, os trabalhadores têm acesso a bens de consumo duráveis mais baratos, além de acessar bancos e crédito. No caso de renda familiar, com o ingresso e o domínio das mulheres do mercado de trabalho formal com carteira assinada em ocupações exigentes de Educação Superior, ela soma diversas contribuições dos membros da família e possibilita com Educação Financeira o planejamento da vida financeira.

No entanto, o modelo teórico desenvolvido no passado *sem Finanças* mantém sua estrutura esquelética e pressupõe um comportamento simples – e não complexo interativo de todos os agentes econômicos com dinheiro. Nele, o investimento continua sendo o principal determinante do lucro, embora não seja o único.

Os investimentos devem ser financiados para ocorrerem. Além disso, a propriedade de (ou posições em) ativos de capital deve ser financiada como Minsky salientou: a toda carteira de ativos (portfólio) corresponde uma estrutura de passivos (capital próprio e/ou capital de terceiros).

Como resultado, as condições de financiamento afetam a demanda efetiva por investimento, decidida de acordo com a oscilação relativa entre:

- o *preço de demanda* (valor de mercado) dos ativos existentes de capital e
- o *preço de oferta* dos ativos de investimento (custo de construção de novos).

Caso esses determinantes do investimento sejam bem compreendidos, a Teoria da Instabilidade Financeira elaborada por Hyman Minsky será um conhecimento imprescindível. De acordo com

ela, o *financiamento do investimento* é o determinante essencial da trajetória da economia capitalista – e são secundários o orçamento público, a trajetória dos salários nominais e o comportamento dos consumidores.

Outros *determinantes do investimento* foram bem sintetizados por Michal Kalecki (1899-1970):

1. o *princípio do risco crescente* de acordo com o grau de endividamento,
2. o *ritmo de vendas* influenciador das expectativas,
3. o *grau de ociosidade* da capacidade produtiva e
4. a inovação disruptiva em tecnologia ou processo de produção.

Ele não destacou a taxa de juro. Distinguiu-se do reducionismo de John Maynard Keynes (1883-1946) ao este apenas comparar o movimento do juro diante da eficiência marginal do capital.

A Eficiência Marginal do Capital (EmgK) refere-se à expectativa de retorno de um investimento, conhecida também como TIR (Taxa Interna de Retorno). Refere-se à expectativa de retorno de um empresário ao realizar determinado investimento expressa em uma taxa.

A taxa de juro é representativa do custo de oportunidade em aplicação financeira, portanto, constitui a *taxa de desconto* capaz de equacionar o preço de um ativo de capital fixo diante do valor descontado para o presente de sua renda esperada. Recebe maior destaque no pensamento dos keynesianos.

O melhor dos pensadores neoclássicos, Knut Wicksell (1885-1926), antecipou esse raciocínio, quando registra não ter havido um Processo Cumulativo inflacionário por a *taxa de juro do mercado* ter se igualado à *taxa natural* (espécie de EmgK). Essa igualação só é constatada *ex-post* com o Equilíbrio Monetário.

A partir desse raciocínio wickselliano, os economistas do *mainstream* advogam o investimento sempre se limitar à poupança pré-existente. Pregam evitar crédito para não provocar o

desequilíbrio entre a demanda agregada e a oferta agregada – e consequente processo inflacionário.

Na prática brasileira, a dedução desse debate é as oscilações em curto prazo da taxa de juro básica (Selic) não afetarem a taxa de juro em longo prazo. Esta seria decisiva para o investimento, segundo os keynesianos, mas não para os kaleckianos, porque decisões sobre os projetos de investimento em longo prazo não seriam revogadas por meras oscilações da Selic.

Hyman Minsky contribui para esse debate ao salientar as oscilações dos valores de mercado das ações para baixo dar possibilidade de derrogar essas decisões. Para ele, as *características cíclicas básicas da economia monetária de produção* já eram evidentes quando as instituições financeiras eram muito diferentes e o governo era pequeno.

Embora o comportamento dos salários nominais e dos orçamentos públicos possa amplificar ou amortecer a instabilidade econômica, as *propriedades cíclicas fundamentais* desse tipo de economia são, para Minsky, determinadas pelas relações entre investimento, preços de demanda e de oferta de bens de capital, condições dos mercados financeiros e consequentes oscilações do lucro.

Embora a instabilidade não possa ser completamente erradicada, dentro de uma estrutura capitalista, a política econômica reage diante da tendência à instabilidade ao atuar sobre o processo de investimento, os salários e o orçamento público. Os déficits governamentais anticíclicos atenuam a instabilidade descendente. Em contrapartida, os déficits crônicos exacerbam a instabilidade ascendente ou inflacionária.

O investimento empresarial envolve gastar dinheiro para produzir bens a serem usados em processos de produção. Neles, espera-se a produção de receitas superiores às despesas operacionais, ou seja, lucros operacionais alavancados por empréstimos com despesas financeiras compensadoras.

Essa diferença, imputada aos bens de capital, é o *retorno do investimento*. Este, como sugere Minsk, é tal como um título

financeiro: uma troca da cessão de dinheiro hoje para ganhar mais dinheiro adiante.

Um proprietário de bens de capital tem um contrato contingente de acordo com o *estado conjuntural da economia*. Estabelece o dinheiro (lucro) a ser entregue por conta do uso dos bens de capital, dependente do desempenho da empresa, da indústria e da economia.

O investimento envolve o uso de mão de obra e maquinário para construir, por exemplo, usinas. Pode ser extremamente caro e levar anos para ser concluído.

Os trabalhadores laboram o produto de investimento de modo os proprietários dos títulos de dívida, usados para financiar essa produção, serem pagos quando for vendido esse produto. O dinheiro para os produtores fazerem todos os pagamentos, durante o processo de investimento, deve ser obtido seja *de fonte interna* da empresa produtora ou investidora, seja *de fonte externa*, como crédito para capital de giro.

Qualquer empresa investidora deve ter um plano para financiar a produção do investimento. A decisão de investir (adquirir ativos de capital) é sempre uma decisão sobre a composição da estrutura de passivos entre *percentuais de próprios e de externos*.

Minsky desenvolve uma forma de olhar para as relações financeiras em uma economia capitalista. Integra as características do fluxo de caixa e o valor presente das unidades em sua Teoria de Investimento.

Compromissos de fluxo de caixa, cálculos de valor presente e posse de ativos líquidos determinam como as evoluções dos mercados financeiros afetam o comportamento e a viabilidade das diversas unidades econômicas. Em última análise, a estabilidade econômica depende de como os investimentos e as posições de ativos de capital são financiados.

A instabilidade é determinada por mecanismos existentes dentro do próprio sistema, ou seja, *endógenos – e não exógenos*, vindos de fora dele. A economia monetária de produção (codinome para a economia de mercado capitalista) é *instável por natureza* – e

não porque ser afetada eventualmente por crises de petróleo, guerras ou surpresas monetárias.

A maneira como um sistema econômico-financeiro instável e propenso a crises evolui é de particular importância em qualquer descrição do processo cíclico da economia de mercado. A instabilidade surge ao crescimento se transformar em *boom* especulativo em resposta ao próprio sucesso econômico.

Na análise da instabilidade, Minsky não se concentra nas corridas aos bancos, nas deflações da dívida, nas profundas depressões e na recuperação posterior. Todas elas, historicamente, se seguiram a um *boom* especulativo.

Não. Tudo isso é menos importante diante dos acontecimentos nos períodos de *boom*, caracterizados por um crescimento sustentado inicial, mas se fragilizando com as estruturas financeiras instáveis.

Dois Preços e Finanças

A Hipótese da Instabilidade Financeira (HFF) é apresentada como síntese das ideias de Hyman Minsky a respeito de Finanças. De acordo com suas proposições fundamentais, os mecanismos do mercado capitalista não podem levar a um equilíbrio sustentado em termos de preços estáveis e pleno emprego e os ciclos econômicos se devem a características financeiras essenciais ao capitalismo.

Essas proposições (e, portanto, a HFF) contrastam fortemente com a síntese neoclássica-keynesiana. De acordo com esta, exceto seja perturbada “de fora” por um choque exógeno, qualquer mecanismo de mercado descentralizado produzirá estabilidade autossustentável, preços estáveis e pleno emprego.

A diferença entre as duas visões reflete a forma como as finanças e as relações financeiras são especificadas. A *visão da instabilidade financeira* destaca como são financiados a propriedade e/ou o controle operacional de ativos de capital, algo omitido pela teoria padrão.

Além disso, a HFF analisa como os acontecimentos reais evoluem de acordo com as instituições. Embora os ciclos de negócios e as crises financeiras sejam características imutáveis do capitalismo,

o caminho real, percorrido por uma economia de mercado, depende das entidades institucionais, das fontes e usos de dinheiro e das políticas públicas.

A história continua sendo história... mesmo quando o escopo do possível de acontecer seja limitado por relações econômicas básicas.

Minsky especifica o entendimento por *economia capitalista*. Nela, os meios de produção são de propriedade privada e a diferença entre a receita total e os custos trabalhistas fornece os lucros e dividendos buscados pelos proprietários dos bens de capital via ações.

Bens de capital podem ser negociados ou hipotecados, ou seja, cedidos em garantia de empréstimos. Os instrumentos financeiros resultantes da hipoteca ou do penhor de meios de produção ou rendimentos futuros são negociáveis.

Como os ativos de capital e os ativos financeiros podem ser negociados, cada qual tem um preço associado a ele. Seus valores são determinados nos mercados.

Um bem de capital e um instrumento de dívida assemelham-se a prestações, mas se diferenciam por se esperar deles a geração de fluxos de caixa em um período futuro. Os processos de mercado, portanto, transformam (capitalizam) os fluxos de caixa contratuais ou contingentes de vários ativos financeiros e ativos de capital em um conjunto de preços no período de cálculo trazidos a valor presente.

A produção de bens de capital é chamada de *investimento*. O preço ao qual os compradores estão dispostos a pagar pelo investimento é derivado da renda esperada por sua produção e uso resultante.

Os preços dos ativos de capital, ligados à produção de bens de investimento, são determinantes críticos do comportamento de uma economia capitalista. Nela, a renda esperada pelos proprietários de bens de capital afeta o *preço de demanda* do produto do investimento.

Os direitos aos rendimentos dos bens de capital, instalados nas empresas, podem ser "vendidos", antecipadamente, sob a forma de títulos de dívida (obrigações). Esses rendimentos são então divididos

entre os contratantes da dívida e os proprietários (acionistas) da empresa.

A renda dos ativos de capital e os pagamentos dos vários tipos de instrumentos financeiros são *fluxos de caixa*, respectivamente, de entrada e de saída. Existe uma complexa rede de fluxos de caixa decorrentes das relações contratuais. Ela se confunde com a rede de fluxos de caixa decorrentes da produção e distribuição do produto agregado.

Os preços dos ativos financeiros e ativos de capital dependem dos fluxos de caixa esperados e da taxa de capitalização. Cada investimento incorpora certas propriedades particulares em risco. O investimento de hoje determina os fluxos de caixa disponíveis para cumprir os contratos financeiros firmados no passado.

A meta é atingir e manter um nível no qual os bens de capital geram renda suficiente para validar dívidas passadas. Se essa situação não prevalecer, os preços dos bens de capital e das dívidas caem e isso afeta negativamente a demanda por investimentos.

Uma das características básicas de uma economia capitalista é a existência de dois conjuntos de preços:

1. um para bens de capital existentes e
2. outro para nova produção agregada.

Eles dependem de diferentes variáveis e são determinados em diferentes mercados.

Os preços do produto agregado dependem das taxas de salários nominais, da produtividade do trabalho com ativos de capital existentes e das margens de lucro determinadas acima do dispêndio com trabalhadores. São sustentados pela demanda e refletem o modelo de negócios da economia.

Os preços dos ativos de capital são determinados pela oferta e demanda em mercados. Neles, a oferta é fixa, no período presente, e a demanda reflete os fluxos de caixa esperados ou quase-rendas produzidas pelo ativo de capital ao longo de um período.

O *preço de mercado* de um ativo de capital, utilizado na produção, deve ser maior se comparado ao *preço de oferta* do bem de investimento. Senão, o novo bem de investimento não será produzido, pois será comprado o já existente mais barato.

O preço de qualquer ativo de capital depende de fluxos de caixa esperados de sua propriedade produzir e da liquidez vinda com ela. Esses fluxos dependerão do estado do mercado e da economia, enquanto a liquidez incorporada em um ativo dependerá da facilidade e certeza com a qual ele pode ser transformado em dinheiro.

O preço de um ativo financeiro, como um título ou mesmo uma conta de poupança, depende das mesmas considerações sobre o preço de um ativo de capital: fluxo de caixa e amplitude, profundidade e resiliência do mercado no qual ele pode ser negociado.

Embora as características técnicas dos ativos de capital sejam a causa das relações básicas de *dinheiro hoje por mais dinheiro mais tarde*, em economia monetária de produção, a existência de um sistema financeiro complexo expande o número e o escopo dessas relações. A estrutura financeira é uma causa tanto da adaptabilidade quanto da instabilidade do capitalismo.

Como a economia de mercado é dotada de grandes instituições financeiras e bolsas de valores, capazes de lidar com a propriedade de bens de capital, sua dimensão financeira é muito superior. Essa economia capitalista empresarial é mais dinâmica, seja para o bem, seja para o mal, se comparada a uma economia dominada por sociedades civis ou associações não comerciais de proprietários, por exemplo, parcerias em cooperativas, e empresários com propriedades familiares.

O fato histórico é: o *Capitalismo Corporativo com Finanças integradas* ("financeirização") se tornou dominante – e assim permanecerá sem possibilidade de reversão por a seta do tempo só avançar...

Investimento em Ótica de Financista

A análise de investimentos, feita por Hyman Minsky em seu livro "Estabilizando uma Economia Instável" (1986), começa com a *determinação dos preços dos ativos*. Ativos – formas de manutenção de riqueza – têm os seguintes atributos:

1. rendimento (no caso de dinheiro é zero),
2. custo de manutenção,
3. liquidez (facilidade de ser convertido em dinheiro) e
4. valor em mercado secundário.

Essas características determinam o conjunto de preços dos ativos financeiros e dos ativos de capital.

Esses atributos sugerem o *preço de demanda* de vários tipos de bens de investimento. Ele é derivado por:

1. analogia com o pressuposto do investimento ser em ativo semelhante a alguns dos já existentes,
2. capitalização dos fluxos de caixa esperados e
3. retornos de liquidez do projeto.

No entanto, esse *preço de demanda*, isoladamente, não determina o ritmo do investimento. A existência desse *preço de mercado*, para investimentos em ativos comparáveis, não implica necessariamente haver uma demanda efetiva para o investimento. Este depende também do *preço de oferta*, isto é, do custo de investimento em um ativo novo.

Além disso, uma demanda efetiva de investimento requer financiamento. Existem três fontes de financiamento:

1. *caixa e ativos financeiros* disponíveis,
2. *fundos internos* ou lucros brutos após impostos e dividendos, e
3. *fundos externos* tomados emprestados ou adquiridos por meio da emissão de ações ou debêntures.

No caso de empréstimos, assume-se *compromissos de pagamento de dívida*. Estes determinam os fluxos de caixa mínimos necessários para satisfazer as obrigações legais diante da instituição financeira a qual concedeu o financiamento.

Como todos os outros componentes do PIB, *o investimento é um fluxo*. Assumindo o *preço de oferta* por unidade de investimento aumentar, depois de o fluxo de investimento exceder um determinado nível, existe um limite para a taxa máxima de investimento: vai até o possível preço de venda dos ativos de capital estar abaixo do preço de compra.

O funcionamento econômico é conceituado como fosse um mecanismo capaz de fornecer um fluxo de rendimentos de capital para as empresas. Este fluxo será afetado pela taxa de investimento.

Quando há dívidas empresariais, tanto os juros, quanto as amortizações de capital das dívidas, são pagos por esse fluxo de renda bruta de capital. As despesas de mão-de-obra (executiva e auxiliar) exigem também uma alocação dessa renda do capital.

Comumente, para financiar o investimento bruto, o total de recursos disponíveis de fontes internas é inferior ao volume necessário. Devem ser acrescidos de *recursos externos* para financiar o investimento. Assim, na decisão de investir, *a disponibilidade de financiamento externo é um elemento chave*.

Ao planejar um projeto de investimento, a empresa investidora se depara com dois conjuntos de decisões inter-relacionadas.

1. Um trata do custo do próprio investimento e da receita esperada do uso do bem de capital na produção.
2. Outro trata da fonte do financiamento de bens de capital: a decisão de adquirir bens de capital é, basicamente, a decisão de colocar passivos junto ao mercado financeiro.

Os custos de financiamento da produção de investimento entram no *preço de oferta* do produto, assim como os custos de mão de obra e dos insumos adquiridos. O fato de uma empresa ter de recorrer a crédito para capital de giro, para pagar salários, aumenta os gastos efetivos com o pagamento dos juros correspondentes.

Portanto, durante o período de gestação ou fabricação, o preço de oferta do produto do investimento realizado inclui os juros.

O *financiamento da produção* é, geralmente, concedido em curto prazo, e grande parte dele consiste em empréstimos bancários – e não somente crédito dos fornecedores. O custo de produção e, presumivelmente, o *preço de oferta* de todos os produtos, inclusive os produtos com períodos de gestação significativos, inclui sempre item de custo financeiro com a despesa em juros.

Embora o *financiamento da produção* seja em curto prazo, o *financiamento permanente*, presumivelmente, será em longo prazo. Os fundos utilizados neste provêm da venda de títulos de dívida direta (debêntures), hipotecas ou emissões subsequentes de ações, bem como dos lucros retidos do negócio.

Tomar uma decisão de investimento, quando o período de gestação do ativo de investimento é longo, não é trivial. Os julgamentos atuais sobre o tipo de financiamento a ser usado envolvem *adivinhações* sobre o volume dos lucros a ser retidos e as condições prevalecentes no mercado no futuro, quando esse financiamento ocorrer.

A decisão de investir, portanto, implica em:

1. uma *função de oferta* de investimento, dependente de custos laborais e das taxas de juro em curto prazo, e
2. uma *função de demanda* de investimento, derivada dos preços dos ativos do capital.

Ambas se relacionam à estrutura e condições de financiamento previstas.

Embora a *estrutura dos saldos* (estoques) das contas reflita a combinação de *fundos internos* (lucros retidos brutos) e *fundos externos* (emissões de títulos ou ações) realmente utilizados, a decisão de investimento é baseada nos *fluxos esperados* do uso de fundos internos e externos. Esses *fluxos de fundos internos* dependem do desempenho econômico durante o período decorrido entre a decisão de investir e a concretização do investimento.

Desse modo, na decisão de investir existe um elemento de *incerteza*, não relacionado ao investimento funcionar como o projeto previu ou se o mercado do produto de investimento será pujante. Centra-se na necessária mistura de financiamento interno e externo e em qual grau esse financiamento provir de fluxos de lucro.

O investimento exige preocupação, principalmente, com decisões exigentes de *tempo de maturação*. Para o explicar, de acordo com a teoria de Minsky, é necessário entender *o significado e a importância da incerteza na economia*.

Ela não está relacionada com os riscos seguráveis ou análogos aos riscos assumidos em jogo de aposta. A *estrutura de responsabilidade* adequada para manter qualquer tipo de ativo de capital não pode ser conhecida como é a tecnologia necessária para fabricá-lo.

A estrutura de responsabilidade apropriada, para manter qualquer ativo de capital no presente, só pode ser determinada com base na *história* e na *convenção*. Ao longo do passado empresarial, certamente, houve mudanças significativas no *mix de financiamento* de investimentos internos e externos e muita *inovação* nas estruturas de passivos.

As *estruturas do passivo*, correspondentes à posse de ativos por bancos, consideradas seguras quando foram contratadas, podem se tornar muito arriscadas com o desenrolar da história. A incerteza, portanto, refere-se a *como lidar hoje com um futuro*, por sua própria natureza, altamente *conjectural*. Diante dela, é necessário saber lidar e reagir aos frutos surpreendentes de decisões passadas enquanto amadurecem.

Uma manifestação concreta da incerteza na qual vivemos pode ser encontrada na força de vontade para alavancar ou financiar posições de dívida em ativos de capital legados, ativos financeiros e ativos de capital recém-produzidos.

A disposição de alavancar afeta dois conjuntos de tomadores de decisão. Primeiro, os *proprietários de bens de capital*, dependentes da disposição de financiar mais aquisição de capital por meio de dívida. Depois, a *comunidade financeira*, dependente da disposição de financiar posições alavancadas.

A *economia monetária de produção* é caracterizada como um sistema de empréstimos sobre empréstimos com base em *margens de segurança*. Estas margens, exigidas tanto por tomadores quanto por credores, afetam o grau de financiamento externo de posições ou posturas financeiras, e daí o andamento dos investimentos.

As posições em bens de capital e instrumentos financeiros são financiadas e refinanciadas. Cada vez quando os ativos de capital mudam de mãos (um negócio adquirido), a posição daquele ativo em particular geralmente é *refinanciada*: dívidas antigas são extintas e novas dívidas são criadas.

No mundo de Finanças, toda fusão ou aquisição corporativa envolve uma mudança na estrutura de responsabilidade para financiar a propriedade de ativos de capital.

Se a estrutura de responsabilidade mudar, para mais dívida ser aceita, então, as empresas usam a *capacidade de empréstimo*. Adquirem dinheiro emitindo mais dívidas com base nos mesmos ativos de capital existentes antes.

Se o índice de endividamento não mudar, mas a avaliação do fluxo de caixa gerado pelos ativos de capital aumentar, então, as empresas possuidoras deles não usam o *poder de empréstimo*.

Investimento: Fenômeno Financeiro

O melhor exemplo de como as mudanças nas convenções e nos valores dos ativos afetam o poder de endividamento é encontrado no mercado de ações. Na bolsa de valores são negociadas representações de direitos de propriedade sobre bens de capital organizados em empresas, destacadamente o recebimento de dividendos.

O argumento teórico de como o investimento é determinado envolve uma comparação entre o *preço* dos ativos de capital e o *produto* do investimento. Em uma economia capitalista corporativa com mercado de ações, a avaliação de mercado ("preço de demanda") a respeito dos ativos de capital de uma empresa e sua posição no mercado é comparada com o "preço de oferta" dos ativos de capital.

Essa avaliação de mercado é a soma do valor de mercado das ações ordinárias e dívidas da empresa menos o valor dos ativos financeiros detidos pela empresa. Varia com a evolução do mercado de ações e do mercado de crédito.

O *boom* do mercado de ações leva a um valor de mercado mais alto dos ativos de capital subjacentes da economia. Um *crash* do mercado de ações reduz o valor implícito.

A propriedade de ações ordinárias e títulos é frequentemente financiada com dívida. Uma conta de margem de segurança hipotética leva a uma *posição alavancada* em ativos do mercado de ações.

Quando a dívida é usada para financiar a propriedade de ações ordinárias, um aumento no preço da ação revela o poder de tomar empréstimo dos acionistas. Pode ser usado para financiar a compra de mais ações.

Um aumento inicial no preço das ações, em geral, leva a um aumento adicional na demanda por ações. Ocorre ao contrário da demanda por mercadorias, quando ela cai se elevam seus preços.

Em um mercado em alta, essa valorização das ações leva a aumentos de preços esperados, tanto pelos tomadores, quanto pelos credores, influentes na determinação da *margem de segurança* necessária. Simetricamente, uma queda nas avaliações do mercado de ações diminuirá o poder de endividamento e aumentará o peso da dívida em relação ao valor do ativo.

Como a queda no preço das ações ordinárias é incorporada à determinação do *grau de alavancagem aceitável* (ou margem de segurança necessária), esse grau diminui. Tanto os tomadores quanto os credores aumentam suas exigências de margens de segurança.

Essas margens exigidas afetam os planos de financiamento dos investidores produtivos. A relação entre o financiamento interno e externo aceitável muda para refletir a experiência presente com o financiamento da dívida.

Se a experiência recente mostrar as dívidas pendentes serem facilmente saldadas, haverá uma tendência para aumentar a relação

dos serviços da dívida diante do faturamento esperado. Haverá uma elevação da *alavancagem financeira* e, em consequência, maior *grau de fragilidade financeira*.

Se nessa experiência recente houve episódios nos quais o serviço da dívida foi um fardo enorme e não se cumpriram os contratos da dívida, os índices de dívida aceitáveis certamente diminuirão.

As visões atuais sobre financiamento refletem a opinião de banqueiros e empresários sobre a incerteza a serem enfrentadas de hoje até o futuro. Mas a visão do presente reflete o passado e, em particular, o passado recente, e como essa experiência se transforma em expectativas quanto ao futuro: *em dependência de trajetória, a história importa...*

Uma *história de sucesso* tenderá a diminuir a margem de segurança, exigida pelas empresas e banqueiros, por isso, tenderá a ser acompanhado por um aumento do investimento. Uma *história de fracasso* provocará exatamente o processo oposto.

Por isso, Hyman Minsky, em seu livro "Estabilizando uma Economia Instável" (1986), afirma: *o investimento é um fenômeno financeiro*. Mostra como diferentes fatores se inter-relacionam e como preços de ativos, condições de financiamento e fluxos de renda afetam o investimento.

A apresentação esquemática e ilustrativa de Minsky visa identificar os componentes do mecanismo de investimento e indicar como os processos da economia de mercado interagem.

O preço dos ativos de capital, seja diretamente para aqueles ativos com mercados bem definidos, seja indiretamente para aqueles capazes de substituírem a avaliação de mercado (ou da administração da empresa) de dívidas e ações de uma empresa, é um *preço de demanda* do produto investimento. Dados os custos com trabalhadores (salários), as taxas de juros e as técnicas incorporadas no estoque de bens de capital para produzir o novo produto investimento, há um *preço de oferta* do produto investimento.

Quando o novo investimento é feito sob medida, os *preços de oferta* dos produtores estão abaixo dos *preços de demanda* dos

acionistas. Assumindo o estoque de bens de capital e trabalhadores especializados na produção de instalações e equipamentos impor limites à capacidade produtiva do investimento, a oferta de investimento aumentará após o produto exceder certo padrão estimado.

Em algum momento, após o compromisso, a decisão de investir resultará em um bem de capital. Quando um projeto de investimento é aprovado, a sequência de gastos com mão-de-obra e materiais para os vários componentes do bem de investimento é mais ou menos determinada pelas condições técnicas de produção desse bem de capital.

No caso, os gastos com investimentos durante certo período foram determinados bem antes desse período. Além disso, as decisões de investimento tomadas afetarão a renda, o emprego e os mercados financeiros por vários períodos futuros.

No seu *Modelo de Dois Preços*, Minsky afirma quando o preço de demanda (valor de mercado de ativos existentes) estiver acima do preço de oferta (custo de produção ou construção de ativos novos), decide-se fazer o investimento produtivo, empregador de mão-de-obra e comprador de insumos, máquinas e equipamentos. Ao contrário, quando é mais barato comprar uma planta pronta de um concorrente, por exemplo, o preço de demanda está abaixo do preço de oferta e opta-se por só se fazer uma *transferência patrimonial* sem novo valor adicionado.

Presumivelmente, o valor do investimento pode ser calculado independentemente dos contratos de financiamento, mas isso, obviamente, não faz o menor sentido senão na ótica irrealista dos neoclássicos e/ou dos críticos da "financeirização". Os produtores de investimento não realizarão nenhuma atividade exceto caso tenham alguma garantia de o comprador final ser capaz de pagar pelo bem de investimento acabado.

Aí entram "os banqueiros" (Minsky usa o termo no sentido mais amplo para se referir à comunidade financeira), "gente dita do mal" por preconceituosos não científicos. Mesmo hoje em dia, quando corporações multinacionais gigantes fazem a maior parte das ordens de investimento e empregam grande parte dos ativos de capital econômico, são *os banqueiros*, os serviços de avaliação de crédito e

os analistas do mercado de ações aqueles capazes de supervisionar o andamento dos negócios e registrar sua solvência.

Para cada unidade de investimento em particular (e para o investimento em geral), uma combinação de lucros retidos brutos e de financiamento externo determina a atividade bruta de investimento. Diante do financiamento interno, reflete a opinião atual sobre a necessária margem de segurança nas relações de dívida.

Tanto tomadores quanto credores querem estar protegidos. Por um lado, a demanda dos tomadores por proteção reduz o preço de venda dos ativos de capital. Por outro lado, a demanda dos credores aumenta o preço de oferta dos ativos de capital.

Durante certos períodos, os mercados financeiros funcionam sem problemas, as taxas de juros não flutuam muito, as inovações nas práticas financeiras são poucas e não há ameaças traumáticas de colapsos financeiros. Nesse caso, os departamentos de engenharia e *marketing* são os principais determinantes do investimento.

Nesses *períodos de calma*, tanto a demanda técnica por capacidade produtiva, determinada por extrapolações do comportamento passado, como a rentabilidade da capacidade existente, ambas dominam as decisões do investimento. Em *períodos turbulentos*, as condições do mercado financeiro assumem maior importância diante dos fatores técnicos.

Quando as quase-rendas esperadas excedem o custo de investimento por uma margem suficiente para compensar as incertezas inerentes à tomada de posições em ativos de capital, o projeto passa no teste. Nesse caso, a decisão de investir ou não depende das *condições nas quais o projeto pode ser financiado* – e do *cenário macrossistêmico*.

Risco do Devedor e Risco do Credor: Determinantes da Taxa de Investimento

Hyman Minsky (1986) distingue três fontes de financiamento. Uma delas é *o caixa e os equivalentes de caixa*, por exemplo, títulos de dívida pública com grande liquidez, disponíveis e não exigidos para as operações do período. Isso ocorreu em muitas empresas, imediatamente após a Segunda Guerra Mundial, quando os gastos do

governo em economia de guerra com controles sobre investimentos e limites sobre dividendos levou as empresas a *acumular títulos de dívida pública e caixa*.

Tal situação também ocorre após uma grande depressão (ou recessão profunda), seguida de um período de estagnação do investimento empresarial, mesmo depois de os déficits governamentais levarem a uma melhora nos lucros. Nesse caso, o resultado é apenas uma melhora na liquidez de bancos e empresas.

Uma segunda fonte de financiamento do investimento é *o fluxo de lucros brutos*, após impostos e dividendos. Eles se acumulam enquanto o investimento está sendo realizado.

Serão os fundos internos disponíveis para financiar projetos de investimento. O lucro bruto é inferior à receita bruta de capital, devido aos juros e amortização do principal das dívidas, bem como alocações para dividendos, impostos e modelo de negócios.

Uma restrição de investimento ao possível de o fluxo de fundos domésticos financiar leva a uma sequência decrescente de investimento. Portanto, resulta em diminuição nos benefícios totais e na renda nacional.

O *financiamento interno* (ou *autofinanciamento*) do investimento empresarial será consistente com a renda e os lucros, sustentados ou em expansão, somente quando:

- seus compromissos de serviço da dívida forem pequenos e o governo incorrer em um grande déficit,
- houver superávit em conta corrente no balanço de pagamentos, ou
- nas carteiras das empresas existirem excedentes de ativos financeiros possíveis de ser utilizados para financiar o investimento.

Quando as dívidas exigentes de pagamento de juros e amortização de capital são significativas, é necessário contar com um *financiamento externo*. Ele sustenta ou mesmo aumenta as dívidas para evitar os lucros e as receitas caírem.

A terceira fonte de financiamento são os fundos externos. São tomados emprestados de bancos e outros intermediários financeiros ou obtidos por meio da emissão de títulos ou da venda de ações.

O financiamento externo de investimentos e posições em bens de capital é uma característica muito marcante da economia de mercado em busca de *alavancagem financeira*. É o segredo do negócio capitalista: aumento da rentabilidade patrimonial com maior lucro operacional diante das despesas financeiras assumidas com o endividamento.

Para determinar se vale a pena realizar um projeto de investimento, os fluxos de caixa esperados são comparados com o custo do projeto. O preço de um título de dívida, lançado com essa finalidade, é análogo ao custo de um projeto de investimento. Para o detentor, os juros e a amortização do principal dos títulos correspondem aos fluxos de caixa esperados da propriedade de um bem de capital.

Os pagamentos ao detentor do título são protegidos pelo emissor com um excesso antecipado de ganhos (fluxos de caixa) sobre as obrigações de pagamento.

Se o investimento fornecer uma margem de segurança aos detentores de títulos de dívida, então, os ganhos líquidos esperados para qualquer projeto de investimento serão superiores aos juros auferidos nesses títulos.

Se títulos de dívida vão financiar projetos de investimento, então, espera-se um excesso de rendas sobre os pagamentos de juros dos títulos.

A economia de mercado é caracterizada por relações complexas de empréstimos com base em *várias margens de segurança*. A relação entre financiamento interno e externo só pode aumentar se mutuantes e mutuários esperarem a margem de segurança aumentar ou aceitarem as margens de segurança anteriores terem sido excessivas.

A crença de as margens de segurança anteriores terem sido muito grandes (ou muito pequenas) reflete a experiência com

estruturas de responsabilidade. As margens de segurança relevantes para decisões mudam com o andamento da experiência.

Um comprador de ativos de capital deve produzir um certo fluxo de lucros, para aumentar sua margem de segurança e compensar o aumento da exposição à inadimplência em contratos de dívida. Isso reduz seu preço de venda de ativos de capital e, assim, sofre uma maior dependência de financiamento de dívida.

O *risco do devedor* se manifesta em uma queda no preço de demanda por ativos de capital, embora possa não se refletir em nenhuma despesa de financiamento. Reflete sim a visão de o aumento da *exposição à inadimplência* só valer a pena se houver um ganho potencial de compensação.

Os fluxos de caixa internos sinalizam “o grau de investimento”, tanto para uma empresa individual, quanto para a economia. São concedidos por agências de avaliação de riscos.

Para financiar investimentos superiores, além dos recursos internos, é necessário ou reduzir as participações em ativos financeiros supérfluos diante dessas operações ou realizar operações de financiamento externo. Se todos os ativos financeiros forem liquidados, as margens de segurança na estrutura de ativos serão reduzidas.

Para novas emissões de ações ordinárias (*follow ons*) serem realizadas, o preço de emissão precisará ser atrativo. Em contrapartida, caso não participem dessa capitalização, os atuais detentores de ações têm suas participações acionárias diluídas.

Se forem utilizadas dívidas de curto prazo, títulos ou empréstimos de bancos, os compromissos futuros de fluxo de caixa aumentam. Isso diminui a margem de segurança, tanto para a administração da empresa, quanto para seus acionistas.

Em todos os casos – diminuição dos ativos financeiros, emissão de novas ações ordinárias ou tomada de empréstimos –, o *risco do mutuário* aumentará enquanto o peso do financiamento externo aumentar ou a liquidez diminuir.

Esse risco não se reflete em nenhum custo-alvo, mas reduz o preço pedido dos ativos de capital. Embora o aumento desse risco

possa ser devido a diferentes mudanças na carteira e na receita, Minsky salienta o *risco de devedor* afetar o investimento como por envolver um financiamento via dívida.

O *risco do credor* dá um impulso custoso às condições de oferta de bens de capital, independentemente das condições técnicas da oferta. Ele é especificado nas condições de financiamento estabelecidas pelos banqueiros. Nos contratos de empréstimos e obrigações, o risco do credor é expresso em taxas de juros solicitadas, prazos de vencimento, cláusulas restritivas e *codicilos* mais elevados.

Codicilo é a manifestação de última vontade, de forma escrita, onde a pessoa pode estabelecer disposições para serem cumpridas após a sua morte. Convênios e codicilos podem restringir dividendos, limitar novos empréstimos e restringir a venda de ativos. Também podem exigir a manutenção de um certo patrimônio líquido mínimo.

Essencialmente, os convênios refletem as negociações sobre os riscos e incertezas enfrentados pelo devedor e como eles podem afetar o credor. Alguns desses riscos enfrentados pelos credores são compensados em aumentos requeridos nas taxas de juros, aumentando a alavancagem e diminuindo a confiança nos fluxos de caixa futuros.

O investimento será levado até o ponto onde a curva de oferta de investimento, incorporando o *risco do credor*, cruza a curva de demanda de investimento, refletindo o *risco do devedor*. Essa interseção produz um preço implícito para o ativo, mesmo caso esse preço nunca seja observado ou efetivado. O risco do devedor e o risco do credor são *determinantes efetivos da taxa de investimento*.

Se empresários e empreendedores tiverem sucesso e estiverem confiantes em mais sucesso, então, o *risco do mutuário* será baixo. Se não houve muitos devedores inadimplentes no passado, o *risco do credor* será baixo, e o investimento será crescente.

Tal risco se tornará aparente só depois de considerável financiamento externo. A taxa de investimento varia em função de variações de o risco do devedor e o risco do credor.

Em um mundo abstrato, onde as condições de financiamento não interferissem nas decisões de investimento, a produtividade técnica dos bens de capital e seu preço de oferta determinariam o investimento, e as mudanças no investimento tenderiam a ser fenômenos suaves e regulares economicamente falando. Nesse caso, o dinheiro e as finanças não entrariam na determinação de nada de grande importância. Seria o mundo idílico e irrealista da teoria econômica pura da corrente predominante [*mainstream*].

Variações das Condições de Financiamento

De acordo com a visão financista de Hyman Minsky (1986), apenas uma formulação do processo de investimento menos abstrata, no sentido de aceitar e incorporar a existência de entidades (instituições) financeiras capitalistas, é capaz de explicar a instabilidade observada no investimento.

Há várias configurações de relacionamentos determinantes de investimento, juntamente com fluxos de caixa antecipados ou previstos. Se os fluxos de caixa reais exceder esses previstos, o montante de financiamento externo efetivamente necessário será inferior ao esperado antes.

Quando isso acontecer, o balanço com os bens de capital recém-adquiridos estará menos endividado, se comparado ao inicialmente previsto. Esse balanço “melhor diante do esperado” significa tanto a empresa quanto seus banqueiros acreditarem o investidor produtivo ter poder de tomar empréstimo não utilizado e os termos de financiamento para investimentos subsequentes serão mais favoráveis diante de outra forma.

Simetricamente, se os fluxos de caixa disponíveis para financiamento interno forem inferiores ao esperado, então, o financiamento do investimento exigirá uma quantidade maior de recursos externos diante do aguardado anteriormente. Esta circunstância faz o balanço ser menos favorável diante do esperado e as condições de financiamento de novos investimentos serem mais exigentes.

Um desvio das quase-rendas em relação ao esperado afeta não só a forma como o investimento prejudica os balanços das empresas, mas também o nível de preços dos bens de capital. Se as quase-

rendas reais forem superiores ao esperado, então, o excesso de benefícios diante dos antes esperados causará menor endividamento.

Logo, para qualquer gradiente, devido ao risco do devedor, o *preço de oferta* em cada produto será maior com o novo endividamento. Esta situação implica em avaliar o *preço de demanda* (valor de mercado das concorrentes) diante da disponibilidade de financiamento interno.

Os lucros maiores diante do esperado aumentam a demanda por investimentos, porque o fluxo de fundos domésticos melhora, o preço (implícito) dos ativos de capital aumenta e a disposição dos tomadores de empréstimos para financiar externamente aumenta. As relações entre quase-rendas e o preço de demanda de ativos de capital se mantêm mesmo quando as condições do mercado financeiro não mudam, porém, mudanças nas condições do mercado financeiro ocorrem e afetam as decisões.

A extensão da alavancagem com fundos externos em cima de fundos internos ou patrimônio líquido é uma forma, não a única, de como as condições do mercado financeiro afetam os investimentos. As *condições de financiamento* também afetam o preço de venda (mercado de usados) de ativos de capital e o preço de oferta (construção de novos) de bens de investimento.

Além disso, a diferença entre os dois preços é influenciada pelo nível das taxas de juros de curto e longo prazo. As taxas de juros de curto prazo afetam o preço de oferta do produto investimento.

Para qualquer produto com período de gestação positivo, o preço de oferta deve levar em conta os juros dos custos iniciais do processo produtivo. Se o período de gestação for longo (e se parte significativa dos custos ocorrer no início do processo produtivo), o preço de oferta dos bens de capital é bastante afetado pelo *ônus financeiro*.

Sendo os *bancos comerciais* especialistas no financiamento em curto prazo da atividade empresarial, o financiamento da produção de investimentos é uma das principais atividades dos chamados *bancos de investimento*. No caso norte-americano, ambos não incluídos em *holding bancária*.

Este tipo de *financiamento inicial*, em curto prazo, estende-se até o arranque do projeto de investimento, altura na qual ocorre o *financiamento definitivo*. A produção de investimentos utiliza o financiamento bancário como entrada, e seu custo afeta o preço de oferta dos ativos de capital. Como os itens financiados por dívida em curto prazo estão se tornando ativos de capital, eles não têm valor até serem concluídos.

Um investimento parcialmente concluído leva a uma *demand inelástica por financiamento*, por exemplo, uma usina elétrica quase pronta ou um gasoduto inacabado, ambos adiantados, levam a essa inelasticidade por financiamento. Enquanto os fornecedores fornecem os componentes para instalações tão complexas, a demanda inelástica aos juros aumenta.

Uma demanda inelástica crescente levará a um aumento no preço observado, exceto caso a oferta seja infinitamente elástica a dado preço. Assim, em termos de financiamento do investimento, enquanto ele estiver ocorrendo, haverá uma oferta de financiamento infinitamente elástica se, e somente se, o sistema bancário estiver disposto a (e ser capaz de) financiar qualquer montante de investimento antecipado a taxas de juros prefixadas.

Por uma variedade de razões – base limitada de capital dos bancos, drenagem interna e externa de reservas bancárias e, na Era Monetarista (anos 70s e 80s), ações do Banco Central para restringir a oferta monetária –, a oferta era abaixo da infinitamente elástica.

Após condições favoráveis ao investimento ser mantidas por algum tempo, aumenta o custo de financiamento do investimento, enquanto ele transcorre. A oferta de financiamento se torna muito inelástica também devido a determinadas decisões de políticas públicas ou processos internos do sistema financeiro. As taxas de juros de curto prazo ficam muito altas, rapidamente, por decisões discricionárias do Banco Central.

Esta subida das taxas de juro de curto prazo conduz a um aumento acentuado do preço de oferta dos bens de investimento com períodos de gestação significativos. Há probabilidade de ficar acima do preço de demanda, ou seja, comprar o existente fica mais barato.

Em um mercado financeiro desenvolvido, o financiamento em curto prazo é usado para financiar posições em títulos e ações. Um rápido aumento nas taxas de juros em curto prazo pode levar a um aumento acentuado nas taxas de longo prazo, ou seja, queda nos preços de ações e títulos prefixados.

Um aumento nas taxas de juros em curto e longo prazo tem efeitos opostos sobre o *preço de demanda* de ativos de capital e o *preço de oferta* de investimento. O preço de venda de ativos de capital cai, enquanto as taxas de juros de longo prazo (custo de oportunidade) aumentam, e o preço de oferta de produto do investimento sobe, enquanto as taxas de juros de curto prazo (custo financeiro) aumentam.

Isso tende a reduzir a diferença de preços capaz de induzir a demanda por investimentos. Se o aumento das taxas de juros for extremo, o valor atual do bem de investimento como um bem de capital pode cair abaixo de seu preço de oferta como um produto agregado.

Essa reversão no valor atual, se ocorrer, *interromperá a atividade de investimento*. Se os aumentos das taxas de juros forem pronunciados e acompanhados por estimativas de rentabilidade dos projetos em baixa, até mesmo os projetos de investimento em andamento serão abandonados.

Ocorrem reversões (ou reversões) do valor presente, em ocasiões de *crise sistêmica*, mas contrações e expansões cíclicas da atividade de investimento não dependem só desse *caso extremo*. Basta a margem entre o preço de demanda dos bens de capital e o preço da oferta de investimento, incluindo as despesas financeiras, variar inversamente com taxas de juros...

Um regime de taxas de juro baixas em curto e altas em longo prazo levará a um amplo *spread* entre os dois preços e conduzirá a uma elevação da relação entre financiamento interno e externo. Aumentará o investimento e os lucros, além da vontade de participar do financiamento da dívida de posições de ativos de capital.

Assim, em qualquer economia onde os mercados financeiros fazem parte do mecanismo pelo qual o investimento é determinado, existem fortes interações internas desestabilizadoras. Como resultado

do impacto das condições de financiamento, a relação entre investimento e taxa de juros pode ser representada por função inversa.

Devido à maneira como os riscos aceitáveis para credores e tomadores variam com o comportamento econômico e a maneira como o investimento determina o retorno (e, portanto, a extensão realizada pelo financiamento externo), a relação entre a taxa de juros e o investimento reflete a experiência de cumprir os compromissos da dívida.

A relação entre investimento e taxa de juros não é um simples corolário da queda da produtividade técnica dos bens de capital e do preço de oferta dos bens de investimento. Em vez disso, resume o comportamento de influências técnicas, de *marketing* e, acentuadamente, das Finanças. Dadas as influências financeiras serem altamente afetadas por considerações de incerteza, é necessário reconhecer a função entre o investimento e as taxas de juros variar conforme a trajetória da economia muda a visão atual de contingências futuras.

Instabilidade e Compromissos Financeiros

Na seguinte edição das ideias-básicas de Minsky, apresentadas no Capítulo 9, sob o título acima, de seu livro *Estabilizando uma Economia Instável* (1986), destacarei o núcleo do seu pensamento. Por ele, ficou respeitado como o teórico financista mais influente na virada do século XX. Eu o compararei, depois, com as ideias básicas de Ray Dalio, um membro da geração seguinte, expoente no início do século XXI.

A principal razão pela qual nossa economia se comporta de maneiras diferentes em outros momentos é por mudarem as práticas financeiras e a estrutura dos compromissos financeiros. Essas práticas financeiras traduzem-se em *compromissos de pagamento*, materializados em *contratos*, os quais refletiam as condições de mercado e as expectativas existentes quando foram negociados e assinados.

Esses compromissos de pagamento são vencidos e cumpridos enquanto a economia evolui ao longo do tempo. Por isso, a visão financista é necessariamente *dinâmica*.

O comportamento dos agentes econômicos, em particular diante das mudanças entre estabilidade e instabilidade econômica, altera-se conforme a relação entre os compromissos e os fundos disponíveis para pagamentos. Propõem mudanças nos acordos financeiros.

As *origens de mudanças* encontram-se, primeiro, nas oportunidades de lucro abertas para financiadores inovadores, dentro de um determinado conjunto de instituições e regulamentos. Depois, no impulso para inovar práticas financeiras, envolvendo famílias, empresas e banqueiros em busca de lucro. Finalmente, no legislativo e nas intervenções de governos e Bancos Centrais. Influenciam tanto as regras de comportamento financeiro quanto sua estrutura.

O financiamento das atividades dá origem a *compromissos financeiros*. Em uma economia capitalista, o investimento não afeta apenas o valor adicionado, a distribuição de renda e a capacidade produtiva, mas também deixa rastro na estrutura financeira.

As posições no estoque herdado de bens de capital são financiadas por meio de instrumentos registrados no lado passivo dos balanços. A *estrutura do passivo*, usada para financiar participações em ativos de capital, muda e afeta as relações financeiras dos compromissos de pagamento.

Quando ocorrem fusões, aquisições ou incorporações de empresas, mudam também as estruturas do passivo. Mas não alteram, de imediato, o valor adicionado ou a capacidade produtiva.

Minsky salienta: por trás da mais rude das leis ou regulamentos sobre questões de interesse geral se esconde uma *teoria*. Dita sobre como os mercados se comportam e como afetam a economia e, portanto, o bem comum.

Tanto as mudanças intervencionistas, quanto a mania de desregulamentação neoliberal, todas refletem algumas dessas teorias, sejam elas quais forem. Se a teoria utilizada estiver em desacordo com o comportamento econômico, qualquer reforma

baseada nela será inútil ou poderá até ser contraproducente ao causar muitos estragos. Essa *base intelectual* pode ser questionada.

Para analisar como os compromissos financeiros afetam a economia, é necessário considerar as unidades econômicas em termos de seus *fluxos de caixa*. Esta abordagem vê todas as unidades, sejam elas famílias, empresas, municípios, estados ou até governos nacionais, como se fossem *bancos* em suas administrações de passivos e ativos.

Os negócios comuns devem ser *líquidos* e *solventes*. Isso significa os compromissos de pagamento da dívida permanecerem dentro dos limites dados pelos fluxos de caixa realizados e esperados, conforme as tradicionais regras de operações bancárias e corporativas prudentes.

Frequentemente, ignoram essa sabedoria popular. Minsky adota aí uma “palavrinha-mágica” da época quando escreveu: “parte dessa negligência reside na crença, mantida pelos bancos gigantes, no *risco moral*, ou seja, o Tesouro, o Federal Reserve e outras agências públicas virão em socorro para evitar um grande colapso”.

Esses resgates acabam tendo consequências. Sempre proteger e socorrer os banqueiros afeta o desempenho econômico subsequente.

Uma das causas da instabilidade observada reside nas necessidades de *financiamento externo* às empresas não-financeiras. Nas múltiplas interconexões entre bancos e empresas, há falta de sincronia entre os pagamentos contratuais das dívidas e os rendimentos das operações. As posições em ativos de longo prazo são financiadas com passivos de curto prazo.

A instabilidade é exacerbada se a produção se torna mais intensiva em capital, os custos relativos e os prazos de entrega dos bens de investimento aumentam. Em tal economia capitalista, é provável surgirem *acordos financeiros*, onde os devedores pagam suas dívidas não com o dinheiro derivado da receita por venda da produção, mas sim com caixa obtido por meio da emissão de títulos de dívida.

Taxonomia de Fluxos de Caixa

Hyman Minsky distingue três tipos básicos de fluxos de caixa (ou de dinheiro): *resultado*, *balanço* e *carteira*.

Os *fluxos de caixa de renda* – aluguéis, ordenados e vencimentos, tanto públicos como privados, pagamentos de uma fase de produção e comercialização para outra, e os lucros brutos das empresas depois de impostos – resultam do processo de produção.

O dinheiro gira em torno de um *circuito de renda*, o qual inclui todos os pagamentos de produtos parcialmente acabados e vendidos por uma empresa para outra. Não se limita aos pagamentos derivados das vendas finais do produto.

Além disso, os fluxos de caixa são necessários para passivos legados existentes, por conta tanto do principal quanto de juros, determinados pelos contratos. São os *instrumentos de dívida*.

Esses fluxos de caixa serão chamados de *fluxos de caixa do balanço*. Quanto menor a duração dos instrumentos financeiros, maior o fluxo de caixa do balanço necessário para cobrir o passivo.

Um terceiro grupo de fluxos de caixa são os *fluxos de caixa do portfólio* (ou carteira de ativos), resultantes de transações nas quais os ativos de capital e financeiros mudam de propriedade. As decisões de compra ou venda de ativos colocam em circulação novos passivos.

Minsky também acha útil distinguir três tipos de fluxos de caixa do balanço: *prazo fixo*, *sob demanda* e *contingente*.

Os *fluxos de caixa de prazo fixo* são pagamentos periódicos devidos aos compromissos de pagamento em dinheiro. Por exemplo, um contrato de financiamento de carro ou uma hipoteca de casa, ambos exigem pagamentos mensais de um valor definido.

Dividir entre os juros e a redução do principal (amortização) é importante para fins de imposto de renda com isenções fiscais de prestações. Facilita também caso o contrato seja amortizado antes do prazo estabelecido.

Caso seja estabelecida, contratualmente, uma repactuação, o valor capitalizado dos pagamentos remanescentes à taxa de juros de

mercado será diferente do principal. O valor capitalizado será *superior* se a taxa de juro de mercado for inferior à taxa contratual inicial e *inferior* se a taxa de juro de mercado utilizada for superior. Essa relação inversa entre as taxas de juros do mercado e o valor capitalizado dos retornos contratuais antecipados e contingentes é fundamental para a compreensão das *finanças capitalistas*.

Existem contratos financeiros por tempo indeterminado. Eles se configuram como *contratos sob demanda*.

Os contratos à vista mais importantes são os *depósitos* em bancos comerciais e outras instituições financeiras depositárias, como caixas econômicas. Todos os depositantes possuem contas correntes.

Os *depósitos à vista* podem ser considerados o instrumento financeiro de mais curto prazo. Na prática normal, a exigibilidade do pagamento é exercida mediante a transferência do depósito a outro.

De particular importância são os *depósitos a prazo*, transferidos de um banco para outro ou trocados por outros ativos. Na economia norte-americana e brasileira, esses depósitos são a principal forma de *funding*.

Em uma economia com muitos bancos, os pagamentos geralmente envolvem transferências de ativos entre bancos. Por isso, há uma quantia, determinada pelo Banco Central, representativa de uma reserva bancária para os próprios bancos fazerem pagamentos uns aos outros.

Antigamente, o ouro servia como lastro do dinheiro e, hoje, na banca moderna, os depósitos no Banco Central cumprem essa função. Propiciam acesso a empréstimo de liquidez por parte Autoridade Monetária caso não seja obtido no *mercado interbancário*.

Uma terceira classe de instrumentos financeiros inclui *créditos contingentes* sob eventuais reivindicações. Surgem devido ao endosso de uma nota promissória por um terceiro.

Por exemplo, tanto os seguros de vida, de responsabilidade civil e de acidentes, como as ações ordinárias das empresas incorporam créditos contingentes. No caso do acionista, diz respeito ao direito de uma parte proporcional dos lucros, se eles existirem e forem

distribuídos, ou sobre uma parte proporcional do valor da empresa, em caso de venda ou liquidação.

Assim, o valor das ações ordinárias está intimamente relacionado com a evolução esperada dos fluxos de caixa. Sobrarão, na empresa, após o pagamento dos compromissos contratuais de dívidas.

A *instabilidade financeira* de uma economia está ligada à importância relativa desses fluxos de caixa do rendimento, do balanço e da carteira. Os fluxos de caixa de *rendimentos* (salários, vencimentos e pagamentos de produtos intermediários e finais) são a base sobre a qual se baseiam os fluxos de caixa do *balanço* e da *carteira*.

Se os *fluxos de caixa de renda*, realizados e esperados de uma unidade forem suficientes para atender a todos os seus compromissos de pagamento de dívida pendentes, a unidade estará coberta pelo financiamento – e por isso é chamada de *unidade coberta*.

Se os *fluxos de caixa do balanço* de uma unidade forem inferiores aos rendimentos esperados, a única forma de os satisfazer é *refinanciar ou mesmo aumentar a dívida*. As unidades ao refinanciarem a dívida farão *financiamento especulativo* e ao aumentarem a dívida, para saldar a própria dívida, usarão o *financiamento Ponzi*.

As unidades de financiamento especulativas e Ponzi precisam realizar *operações de carteira* (venda de ativos ou dívidas) para cumprir seus compromissos de pagamento. As unidades de financiamento cobertas podem cumprir seus compromissos de pagamento sem realizar esse tipo de operação.

Enquanto as unidades com *hedge* não dependem das condições conjunturais do mercado financeiro, para cumprir suas obrigações, as unidades de *financiamento especulativo e Ponzi* dependem sim delas.

Em qualquer economia, o *peso relativo das rendas, do balanço ou da carteira determina a suscetibilidade a perturbações no sistema financeiro*. Uma economia na qual os fluxos de caixa de renda se

sobrepõem aos compromissos do balanço patrimonial é relativamente imune a crises financeiras e, de fato, financeiramente robusta.

Uma economia na qual as transações de carteira são usadas, no atacado, para obter meios de fazer pagamentos de saldo pode ser propensa a crises. Tem um potencial *grau de fragilidade financeira*.

Fluxos de Caixa de Operações e Dívidas

Os fluxos de caixa esperados, produzidos pelo conjunto de ativos de capital de uma empresa, são chamados de *quase-rendas*. Qualquer empresa com uma estrutura de responsabilidade pode ser considerada *uma máquina registradora de fluxos de caixa*. Obtém receitas de suas operações e faz pagamentos aos detentores de suas dívidas.

Enquanto os compromissos de pagamento (principal e juros) são dados por contrato e são conhecidos, especialmente se forem de prazo fixo, *as quase-rendas são intrinsecamente conjecturais e subjetivas*.

Compromissos contratuais resultam de contratos financeiros *de dinheiro hoje para dinheiro depois*. O dinheiro de hoje é obtido para financiar aquisições de ativos ou atividades econômico-financeiras.

O fluxo de caixa para cumprir o compromisso contratual deve ser claramente visível no momento da concessão do empréstimo. Qualquer banqueiro competente deve ter uma visão clara de como seus clientes mutuários operarão na obtenção dos fundos necessários para saldar suas dívidas.

Em um sistema no qual os compromissos contratuais se devem ao *financiamento de vendas de mercadorias*, no comércio, sua movimentação pelos canais de distribuição gera o caixa necessário para pagar o principal e os juros da dívida. A amortização da dívida está intimamente ligada a esse fluxo de receitas.

Quando os compromissos contratuais são devidos ao *financiamento de ativos de capital de longa duração*, os fluxos de caixa de curto prazo produzem pouco lucro bruto em relação ao valor do ativo de capital. Exceto caso os contratos de financiamento sejam feitos em longo prazo, suficiente o bem de capital produzir renda

("recebíveis"), o funcionamento normal da economia não produzirá nenhum caixa para cumprir o compromisso.

Nestas circunstâncias, o compromisso de pagamento só pode ser cumprido combinando receitas e fluxos de caixa da carteira. Provavelmente, os fundos necessários para liquidar pelo menos parte da dívida vincenda serão obtidos através de nova dívida.

Financiamento Coberto, Especulativo e Ponzi

Uma economia monetária de produção é caracterizada por empréstimos com base em margens de segurança, tanto para tomadores, quanto para credores. As posições das *empresas não-financeiras* em ativos de capital são assumidas com a expectativa deles produzirem fluxos de caixa, enquanto são usados na produção, para cobrir os financiamentos por *combinações de capital próprio e dívida*.

De forma similar, as posições, em um conjunto de instrumentos financeiros detidos por *bancos comerciais e outras instituições financeiras*, são financiadas por combinações de capital próprio e compromissos junto aos depositantes. Somam-se às reservas voluntárias e compulsórias.

As dívidas das instituições financeiras são depósitos à vista ou a prazo, valores de resgate em dinheiro etc. Esperam os ativos financeiros (carteira de empréstimos e carteira de títulos) gerarem fluxos de caixa para as saldarem conforme estabelecido em contratos.

Na estrutura financeira do complexo sistema financeiro, Minsky identifica três tipos de financiamento de posições ativas: *coberto, especulativo e Ponzi*. Estes regimes de financiamento caracterizam-se pela existência de diferentes relações entre os compromissos de pagamento de caixa sobre as dívidas e os fluxos de caixa esperados, devido às quase-rendas acumuladas pelos bens de capital ou aos compromissos contratuais dos devedores em instrumentos financeiros.

As *unidades de financiamento cobertas* e seus banqueiros esperam o fluxo de caixa dos ativos de capital operacionais (ou dos

contratos de financiamento) ser além do suficiente para atender ao pagamento contratual compromissos agora e no futuro. Consequentemente, uma unidade de financiamento coberta não tem um grande volume de dívida à vista.

Dívidas contingentes, exceto caso a contingência siga certas regras atuariais bem conhecidas (como no caso de seguros), também não constituem uma grande parte das responsabilidades de uma unidade coberta. Por isso, um banco comercial não pode ser classificado como uma unidade de financiamento coberta.

As *unidades financeiras especulativas* e os seus banqueiros esperam os fluxos de caixa dos ativos operacionais (ou da propriedade de contratos financeiros) serem inferiores aos compromissos de pagamento em dinheiro em alguns períodos, normalmente de curto prazo. No entanto, se as entradas de caixa e os pagamentos forem separados em receita e retorno sobre os componentes do patrimônio (como os recebimentos mensais da hipoteca/aluguel de uma casa), a receita esperada recebida será superior aos pagamentos de juros de compromissos existentes em cada período.

Deficiências de fluxo de caixa são devidas a compromissos de pagamento em dinheiro superiores aos recebimentos na conta de capital durante esses períodos. O *financiamento especulativo* envolve o refinanciamento de dívidas próximas do vencimento, ou seja, o financiamento em curto prazo de posições longas.

Os bancos comerciais são a organização financeira especulativa por excelência. Uma unidade coberta pode se tornar uma unidade especulativa se houver um déficit de renda e uma unidade especulativa pode se tornar uma unidade coberta se houver uma inundação de renda ou se as dívidas forem "refinanciadas".

Uma *unidade de financiamento Ponzi* é semelhante a uma unidade de financiamento especulativo quando, em alguns períodos no médio prazo, os compromissos de pagamento de caixa excedem os fluxos de caixa esperados por conta de ativos próprios. Em pelo menos alguns períodos, no médio prazo, os compromissos de pagamento em caixa na conta de receita excedem as entradas de pagamento em dinheiro esperadas nessa conta.

Enquanto para as unidades especulativas os fluxos de caixa de curto prazo são tais de modo as despesas financeiras não aumentarem a dívida pendente, *para as unidades de financiamento Ponzi, as despesas financeiras são superiores à receita*. Portanto, o valor nominal da dívida aumenta estruturalmente.

Devedores e banqueiros envolvidos em especulação e financiamento Ponzi esperam seus compromissos de pagamento serem cumpridos por meio de refinanciamento. Senão, recorrem a aumento da dívida ou redução de estoques redundantes em ativos financeiros.

Enquanto as *unidades cobertas* são vulneráveis a dificuldades em cumprir os compromissos financeiros pendentes apenas quando as cobranças estão abaixo das expectativas, as unidades financeiras *especulativas* e as unidades *Ponzi* são vulneráveis à evolução dos mercados financeiros. Elas têm de resistir às mudanças nas condições financeiras, enquanto as unidades cobertas são imunes a tais mudanças.

Embora sua intenção não seja necessariamente enganar e fraudar, o financiamento Ponzi é frequentemente associado a práticas financeiras fraudulentas, por exemplo, *Esquemas de Pirâmide*: as saídas sempre dependentes de novas entradas. Certas unidades pagam juros e dividendos e tomam empréstimos para pagar investimentos, mas, além disso, se envolvem em variedades de financiamento Ponzi.

Um arranjo de *financiamento especulativo pode ser transformado em um esquema de financiamento Ponzi* por meio de um aumento nos juros ou outros custos ou uma queda na receita. Por sua vez, se os ganhos forem melhores ou os custos caírem, especialmente em taxas de juros, *o financiamento Ponzi pode se transformar em financiamento especulativo*.

O refinanciamento altera o padrão temporal dos pagamentos e a posição do balanço patrimonial de uma unidade. A reestruturação da dívida muitas vezes representa um esforço para *transformar o especulativo em hedge*. Se a intenção é *transformar unidades Ponzi em unidades especulativas*, os credores podem fazer concessões nas condições de financiamento.

Pesos dos Tipos de Financiamento

Os *acordos de financiamento cobertos* são tais de modo os compromissos contratuais serem honrados, exceto caso as quase-rendas obtidas sobre ativos de capital caiam abaixo dos níveis esperados. Se os seus compromissos de pagamento não forem diretamente afetados pela evolução dos mercados financeiros, uma unidade de financiamento abrangida estará apenas vulnerável a um aumento de custos ou a uma diminuição de receitas.

Uma *unidade de financiamento especulativo* precisa captar recursos em diversos mercados financeiros para cumprir os compromissos de pagamento de sua dívida pendente. As unidades especulativas são, portanto, vulneráveis não só à evolução dos mercados de fatores e produtos (como é o caso das unidades de financiamento cobertas), mas também à evolução dos mercados financeiros. Consequentemente, um aumento nas taxas de juros e mudanças nos níveis de crédito do mercado podem afetar sua viabilidade, medida tanto por seus fluxos de caixa quanto por seus valores atuais.

Uma *unidade Ponzi* não é apenas vulnerável a eventos capazes de afetarem qualquer unidade especulativa, mas seu balanço se deteriora enquanto os juros, ou mesmo os dividendos, são pagos por meio do aumento da dívida. Dessa forma, os fluxos de caixa a serem alcançados para atender aos compromissos financeiros tornam-se cada vez maiores, enquanto o índice de endividamento se deteriora no balanço.

Quando se apertam as condições para a plena liquidação da dívida, reduz-se a quebra de receitas ou aumentam os encargos com juros, torna-se muito improvável o cumprimento dos compromissos de pagamento. Embora os períodos de financiamento Ponzi possam fazer parte da experiência cíclica normal de qualquer empresa, ser forçado a fazer acordos desse tipo de refinanciamento, seja devido à baixa receita, seja por conta do aumento das despesas com juros, faz parte do processo sistêmico, capaz de levar à uma falência generalizada.

Em qualquer economia, *a coexistência de financiamento coberto, especulativo e Ponzi desempenha um fator importante em*

sua estabilidade. A existência de uma grande componente de posições financiadas especulativamente ou Ponzi leva à instabilidade financeira.

Neste caso, em cada modo de financiamento, quais são os determinantes das proporções variáveis de unidades em cada um?

Para responder a essa pergunta, segundo sugere Minsky, devemos primeiro dividi-la em dois elementos:

1. o que determina o financiamento desejado, e
2. o que determina os métodos de financiamento realistas (ou realizáveis).

As posições de financiamento desejadas e realistas de uma unidade diferem porque, em grande medida, os recebimentos e pagamentos em qualquer período são o resultado de compromissos e atividades em períodos anteriores. Estabelecidos, contratualmente, os compromissos financeiros, eles não podem ser facilmente desfeitos, exceto caso algum custo, talvez grande, seja incorrido.

Os compromissos financeiros e as práticas financeiras estão ligados aos compromissos de recursos reais, assumidos ser obtidos com a propriedade de bens de capital e na produção de investimentos. Tomados em conjunto, para qualquer economia, as perspectivas para ativos financeiros não podem ser distintas se comparadas às perspectivas financeiras das unidades subjacentes: famílias, corporações e governos.

No entanto, o financiamento crítico da dívida privada está vinculado à propriedade e criação, por meio de investimento, de bens de capital. A série temporal de fluxos de caixa esperada de os ativos de capital produzirem, enquanto são usados para produzir renda, é um determinante subjacente das dimensões temporais dos instrumentos financeiros.

A robustez ou a fragilidade do sistema financeiro depende do tamanho e da força das margens de segurança e da probabilidade de amplificação dos choques iniciais. As unidades de financiamento de hedge, especulativas e Ponzi são igualmente vulneráveis a desenvolvimentos econômicos redutores dos fluxos de caixa dos ativos.

Uma diminuição na receita operacional ou uma inadimplência nas dívidas de uma *unidade coberta* pode transformá-la em uma unidade especulativa. Para as coisas darem errado em uma *unidade de hedge*, algo tem de dar terrivelmente errado em algum outro lugar da economia.

Ocorre no caso as características de hedge do financiamento inicial terem sido baseadas em expectativas eufóricas irrealistas sobre custos, mercados e seu desenvolvimento ao longo do tempo. Ainda assim, para as *unidades hedgeadas*, mesmo essas expectativas eufóricas referem-se aos mercados de fatores e produtos.

As *unidades de financiamento especulativo e Ponzi* são vulneráveis sim a mudanças nas taxas de juros, ou seja, a desenvolvimentos nos mercados financeiros, bem como a eventos nos mercados de produtos e fatores: aumentos nas taxas de juros aumentarão os compromissos de fluxo de caixa sem aumentar as rendas esperadas. Como devem rolar continuamente suas posições, são vulneráveis a choques nos mercados financeiros.

Quanto maior for o peso do financiamento especulativo e Ponzi, na economia, menores serão as margens de segurança globais e maior será a fragilidade da estrutura financeira.

Impulso para o Financiamento Especulativo e Ponzi

A experiência sugere a economia de mercado oscilar entre estruturas financeiras robustas e frágeis. As *crises financeiras* são evoluções de uma estrutura financeira antes frágil.

Assim, é necessário explicar:

1. como surge a fragilidade financeira, e
2. como se reconstituem as situações de robustez.

Em um sistema dominado por *financiamento coberto*, o padrão das taxas de juros (*curtas* significativamente inferiores diante das *longas*) incentiva almejar maiores lucros por meio da intrusão de transações especulativas. Aumenta a demanda por ativos e, portanto, aumenta seu valor e leva a ganhos de capital.

Um regime onde os ganhos de capital já estão sendo obtidos e há expectativa de continuarem se torna também um ambiente favorável para o envolvimento em financiamento especulativo e Ponzi. As oportunidades de lucro dentro de uma estrutura financeira robusta tornam a transição da robustez para a fragilidade um fenômeno endógeno às forças de mercado.

Após uma crise financeira, banqueiros e empresários, depois de perderem o rumo, evitam o financiamento especulativo e Ponzi. Na economia contemporânea, após essa crise, a renda, o emprego e os lucros corporativos são sustentados pelos déficits governamentais.

Desse modo, os lucros corporativos aumentam em relação ao investimento. Isso reduz o ônus do financiamento externo das posições de ativos de capital, mesmo quando, após a crise, as operações de refinanciamento a taxas de juros mais baixas permitem pagamentos de dívida em curto prazo com ações e dívida de longo prazo.

Ao mesmo tempo, devido ao déficit governamental, os títulos de dívida pública enchem as carteiras dos bancos e outras unidades financeiras. Este "risco soberano" reduz a exposição do sistema financeiro a eventual incumprimento. Desse modo, uma economia sai da recessão, surgida em seguida a uma crise financeira, com uma estrutura mais robusta diante da anterior à crise.

Na economia de mercado, as empresas possuem uma significativa proporção de *ativos de capital*. Ações e títulos de dívidas diretas ("crédito privado" como debêntures) de empresas são ativos financeiros nas mãos das famílias, seja diretamente, seja por meio de intermediários como Fundos de Investimentos Financeiros.

As *quase-rendas* obtidas sobre esses ativos de capital dependem do desempenho econômico. Como resultado, as realizadas podem fazer a relação entre a entrada e o compromisso de saída de caixa seja diferente do previsto.

Decisões para ajustar essa diferença levam a novas seleções nas carteiras de ativos e/ou projetos de produção de bens de investimento. Além disso, os compromissos de caixa aceitáveis mudam enquanto o desempenho econômico afeta as opiniões sobre como a economia se comportará no futuro.

Em um mundo dominado pelo *financiamento coberto*, onde é atribuído pouco valor à liquidez, devido à sua abundância, a estrutura das taxas de juro oferece oportunidades de lucro. Daí assume-se posições de financiamento na aquisição de ativos de capital através da utilização de passivos líquidos em curto prazo.

Essa estrutura de taxa de juros persistirá se a estrutura de ativos herdada for fortemente ponderada por dinheiro ou ativos líquidos ou se o déficit do governo for grande o suficiente para gerar grandes quase-rendas em relação aos gastos do período em ativos de capital. Se, em uma economia com uma estrutura financeira robusta, o investimento e o déficit público geram grandes benefícios, as taxas de juro de curto prazo de instrumentos seguros serão significativamente inferiores à rentabilidade do capital próprio.

Além disso, os pagamentos de juros e principal de dívidas privadas de longo prazo, sincronizados em seus pagamentos com as quase-rendas esperadas de os ativos de capital produzirem, serão baixos em relação a essas quase-rendas. A taxa de juro utilizada por uma empresa coberta para capitalizar os compromissos de pagamento das suas dívidas será inferior à taxa de juro utilizada para capitalizar quase-rendas sobre um bem de capital.

Adicionalmente, a taxa de juro dos passivos quase monetários de curto prazo de empresas e instituições financeiras será inferior à dos passivos de longo prazo utilizados em posições de financiamento cobertas de bens de capital. Assim, existem *perspectivas de lucro* capazes de induzirem as unidades a se envolverem em financiamentos especulativos.

Com esse padrão de índice de endividamento, uma margem é obtida por posições de financiamento em ativos financeiros de longo prazo para dívidas de curto prazo, presumivelmente líquidas. Assim, surge um conjunto duplo de *oportunidades de lucro*.

Nas entidades financeiras, fontes e usos são tais de modo o financiamento disponível para investimento e manutenção de ativos de capital ser determinado, dentro de limites significativos, por meio de decisões de carteira de bancos com fins lucrativos. A existência de um amplo espectro de instrumentos financeiros, através dos quais eles podem levantar dinheiro, significa poderem financiar

investimentos e posses de ativos de capital, caso a estrutura de preços dos ativos e as taxas de juros os tornem lucrativos.

Em um mundo dominado por *financiamento coberto*, há oportunidades benéficas para as unidades de empréstimo e os bancos mudarem para um maior uso de dívida de curto prazo para financiar posições de ativos de capital e dívida de longo prazo.

A existência de oportunidades de lucro não significa necessariamente os modelos de financiamento frágeis surgirem “da noite para o dia”. Os compromissos de pagamento da dívida privada e as quase-rendas esperadas de serem gerados por ativos de capital são menos garantidos diante dos fluxos de caixa a se materializarem em dinheiro e outras dívidas financeiras de curto prazo.

O risco prevalecente do devedor e do credor estabelece limites para a rapidez com a qual as oportunidades de lucro são exploradas por meio do gerenciamento de passivos.

Após o trauma financeiro, outra barreira à rápida exploração dos diferenciais de taxa de juros reside na necessidade de desenvolver entidades capazes de absorver as responsabilidades dos detentores de ativos de capital e emitir instrumentos para satisfazerem a necessidade de liquidez ou garantia de valor dos proprietários de imóveis ou outras instituições financeiras.

Os banqueiros – termo usado por Minsky, genericamente, para incluir diversos operadores do mercado financeiro – buscam, continuamente, inovar e explorar novos usos financeiros de suas fontes.

No entanto, a qualquer momento, economistas por conta de formação ortodoxa e/ou conservadorismo podem pregar, na mídia ou eventualmente no governo, no sentido de estabelecer uma barreira ideológica ao investimento. Agem como detivessem um “argumento de autoridade” capaz de restringir o ritmo da transformação.

Quando surgem oportunidades de lucro de financiamento especulativo e Ponzi, uma terceira barreira para o surgimento imediato de padrões de financiamento frágeis é *a necessidade de refinanciamento garantido*. As organizações envolvidas em financiamento especulativo certamente terão dependência dele.

Esse refinanciamento garantido assume a forma de um mercado amplo e profundo para um instrumento ou linhas de crédito de bancos ou outras entidades. Uma entidade e seus usos precisam de algum tempo para se espalhar pelo mercado.

A velocidade com a qual as inovações financeiras, como o papel comercial, são produzidas e difundidas é uma espécie de "autoridade" reguladora do ritmo com o qual se passa do hedge para o financiamento especulativo.

Além disso, se os participantes do mercado não acreditarem em previsões otimistas de ganhos potenciais, as condições das taxas de juros capazes de encorajarem um aumento no financiamento especulativo poderiam prevalecer sem tal movimento.

Após uma dificuldade financeira, a motivação dos empresários para tomar dinheiro emprestado se regenera antes da disposição do banqueiro para emprestar. A relutância desses banqueiros e sua falta de vontade retardam a transição para um regime dominado pela especulação e pelas finanças Ponzi.

No processo de geração de mais financiamento por meio de instrumentos com incorporação de novas práticas, há um aumento endogenamente determinado de dinheiro e ativos líquidos. Os banqueiros respondem ao otimismo sobre a viabilidade das estruturas de dívida ao financiarem as posições com o aumento de seus próprios passivos, ou seja, dinheiro.

Instrumentos como papel comercial permitem o volume de *quase-dinheiro* crescer mais rapidamente diante da quantidade de *dinheiro propriamente dito*.

Aumentos endógenos na moeda e nos ativos líquidos aumentam o preço dos ativos de capital em relação à moeda e aos preços agregados do produto. Isso aumenta a diferença entre os preços dos ativos de capital e os do investimento em bens de capital.

Em uma estrutura financeira robusta, a oferta de financiamento de curto prazo responde à procura, pela qual o investimento irá aumentar, aumentando também a rentabilidade do estoque bens de capital existentes. Assim, para um determinado conjunto de quase-

rendas, não apenas o preço de um bem de capital aumenta, mas as quase-rendas também aumentam em média.

Se o financiamento interno por meio de reservas de lucros retidos se torna superior ao previsto, o ímpeto para um maior uso de dívida de curto prazo em estruturas de passivo vai diminuindo. O aumento dos lucros e dos recursos internos disponíveis para o financiamento dos investimentos é outro motivo pelo qual leva tempo para uma estrutura financeira robusta se fragilizar.

Isso é especialmente verdade quando o aumento dos lucros, reflexo vivo de um *boom* de investimento, aumenta a aparente capacidade de endividamento das empresas lucrativas. Caso se desenvolva uma mudança para um financiamento mais externo e especulativo, as reações do mercado validam a decisão de se envolver em tal financiamento.

As técnicas de financiamento aceitáveis não são tecnologicamente limitadas e dependem basicamente das preferências subjetivas e das opiniões dos banqueiros e empresários sobre as perspectivas futuras. Dependendo da estrutura financeira vigente, é correto empresários e banqueiros aumentarem a dívida de curto prazo.

No entanto, *o sucesso muitas vezes engendra desprezo pelo fracasso*. Logo, a ausência de sérios problemas financeiros por um período substancial leva ao desenvolvimento de uma *economia eufórica*, onde o financiamento de curto prazo de posições compradas aumenta e torna-se o estilo de vida normal.

Se a antevisão de uma crise financeira desaparece, é bastante natural os banqueiros centrais, os tecnocratas do governo, os banqueiros, os empresários ou mesmo os economistas acreditarem: *uma Nova Era chegou!* Nessas circunstâncias, avisos como os de Minsky alertando, basicamente, nada ter mudado e ainda haver um ponto de ruptura financeira capaz de levar a uma depressão profunda, são quase sistematicamente ignorados.

Como os incrédulos heterodoxos não têm púlpito na mídia para testar a validade de seus pontos de vista, é bastante comum o *establishment* acabar ignorando argumentos extraídos de teorias, histórias e análises institucionais não convencionais. No entanto, em

um mundo de incertezas, com ativos de capital de longa gestação, propriedade privada e práticas financeiras sofisticadas, o funcionamento bem-sucedido de uma economia dentro de uma estrutura financeira inicialmente robusta degenerará com o passar do tempo, em direção a uma economia cada vez mais estrutura fraca.

As forças endógenas tornam instável uma situação dominada pelo *financiamento coberto* e, além disso, enquanto aumenta o peso do *financiamento especulativo* e do *financiamento Ponzi*, as forças endógenas de desequilíbrio serão mais poderosas.

Conclusões de Hyman Minsky

A economia monetária de produção é instável devido às finanças capitalistas. Se prevalecer, por algum tempo, uma mistura de financiamento especulativo e coberto com financiamento interno e externo de investimento, haverá incentivos para mudar essa mistura surgidos dentro da própria evolução econômico-financeira.

Qualquer calma temporária se torna uma expansão onde aumentam tanto o financiamento especulativo de posições quanto o financiamento externo de investimentos. Mais adiante emerge um *boom* de investimentos.

Ele suga liquidez das unidades e aumenta os índices de endividamento das instituições financeiras. Então, as margens de segurança são corroídas, apesar do sucesso do *boom*, e levam a crer as margens anteriores (ou mesmo atuais) serem muito acima do necessário.

O *boom* passa ao *crash* sempre quando as taxas de juros de curto e longo prazo aumentam o suficiente para ocorrerem reversões nas relações de valor presente. Isso normalmente ocorre depois de um aumento na demanda financiado por finanças especulativas ter elevado as taxas de juros, os salários dos trabalhadores e os preços das matérias-primas. Desse modo, as margens de lucro e, portanto, a capacidade de validar o passado, são corroídas.

Se a interrupção ou ruptura do *boom* levará ou não a uma crise financeira, deflação da dívida e depressão profunda ou recessão não tão traumática, dependerá da liquidez geral da economia, do

tamanho relativo do setor público e da magnitude das ações tomadas pelo Banco Central em termos de *empréstimos de última instância*. Desse modo, o resultado de uma contração é basicamente determinado por características estruturais e políticas.

No entanto, as tendências para o financiamento especulativo na dívida de investimento são o resultado de estruturas institucionais e expectativas políticas. Perante as dificuldades, surge o pensamento: “talvez com outras instituições e outras políticas, a suscetibilidade da economia a crises financeiras fosse menor em vez do agora”.

As evidências empíricas indicam, com a desregulamentação das instituições financeiras, houve uma progressão na gravidade das crises financeiras. Para serem eficazes, as políticas devem contrapor-se a essa tendência neoliberal.

Capítulo 5. Ideias Básicas de Ray Dalio

Introdução: Endividados e Bela Desalavancagem

Como as grandes reestruturações de dívidas funcionam deve ser claro para quem as tenha estudado ao longo da história, porque enquanto houver história registrada, há registros de *como os países se endividaram demais e depois se livraram dela*. Não há um país sem ter feito isso, geralmente, várias vezes.

Ray Dalio transpõe o endividamento particular para o nacional. Como a desalavancagem financeira funciona é descrito em seu livro *Principles for Navigating Big Debt Crises*. Nele, examinou todas as maiores crises de dívida nos últimos 100 anos e criou um modelo fácil de seguir, cujas ideias-básicas resumirei nos tópicos seguintes.

Como aqueles com objetivo de redução do peso da dívida fazem isso? Depende principalmente se a dívida está na própria moeda ou em moeda estrangeira. Se estiver na própria moeda, assim como se for mantida pelos próprios cidadãos, facilita administrar, embora nunca seja fácil.

Dadas essas circunstâncias, também depende de como a *reestruturação* é feita. Uma reestruturação bem-feita acontece de forma equilibrada. Dalio chama isso de "*bela desalavancagem*".

Ela equilibra inadimplências/reestruturações deflacionárias com impressão inflacionária de dinheiro/monetização da dívida para distribuir socialmente a perda. O autor explica o que chama de "*mecânica desse processo*", relevante para apresentar suas ideias de financista contemporâneo.

A atual potência emergente (China) está atrasada em fazer isso, então, na opinião de Dalio, ela agora precisa planejar e seguir um *belo processo de desalavancagem*. Os balanços sobrecarregados de dívidas e os pesados pagamentos do serviço da dívida estão "*congelando a economia*", especialmente no nível provincial, e mais especialmente em algumas das províncias mais pobres.

Outros países ricos provavelmente terão de fazer suas próprias *desalavancagens*. Afinal, mais cedo ou mais tarde, todos os países endividados seguem esse processo.

As estabilidades das ordens, em todos os países, são impulsionadas pelas forças inter-relacionadas de:

- 1) a dinâmica de crédito/dívida/economia (corte de gastos),
- 2) a dinâmica política interna,
- 3) a dinâmica geopolítica externa,
- 4) atos da natureza, ou seja, secas, inundações e pandemias, e
- 5) inventividade humana, especialmente de novas tecnologias.

Como esse *processo de desalavancagem* é tratado tem um grande efeito na *ordem ou desordem geral do sistema*. É conhecimento imprescindível, para estudantes e profissionais da Economia, saber como essa dinâmica de desalavancagem funciona. Por isso, apresento em seguida as ideias básicas de Ray Dalio para refletir sobre grandes crises de dívida.

Princípios Econômicos

A metáfora “máquina econômica”, usada e abusada por Dalio, pode ser útil para simplificar e ilustrar certos conceitos econômicos, mas também tem limitações. Embora seja possível enxergar a economia como um sistema complexo com partes interconectadas capazes de funcionarem juntas, a economia envolve elementos humanos, sociais e comportamentais não tão previsíveis quanto as partes de uma máquina.

A economia é influenciada por uma série de fatores imprevisíveis, como decisões individuais, mudanças culturais, eventos políticos e avanços tecnológicos. Além disso, a economia não é controlada por uma entidade central, como uma máquina controlada por um operador.

Portanto, enquanto a metáfora pode ajudar a entender algumas dinâmicas econômicas, é importante não perder de vista a

complexidade real e os aspectos humanos da economia. Leia o apresentado por Ray Dalio com isso em mente.

Funcionamento da Máquina Econômica

“A economia é como uma máquina. No nível mais fundamental, é uma máquina relativamente simples. Mas muitas pessoas não entendem – ou não concordam sobre como funciona – e isso tem levado a muito sofrimento econômico desnecessário”.

Essa descrição de Ray Dalio sobre *como a economia funciona* é diferente da feita pela maioria dos economistas. Ele argumenta ter funcionado melhor, permitindo-lhe antecipar as grandes desalavancagens e mudanças de mercado, ignoradas pela maioria dos outros economistas e financistas. Acredita nisso por ser mais prático.

Ele faz, inicialmente, “uma abordagem baseada em transações”. Uma economia é, simplesmente, *a emergência das interações entre transações componentes*.

Por serem muitas transações, a economia parece mais complexa diante de sua realidade de fato. Aí Dalio não adota o Holismo e se coloca de acordo com o Individualismo Metodológico. “Se ao invés de olharmos de cima para baixo [*top down*], olharmos da transação para cima [*bottom up*], fica muito mais fácil de entender”.

A *transação* consiste em o comprador dar dinheiro (ou crédito) a um vendedor e este vendedor dar em troca um bem, serviço ou ativo financeiro ao comprador. O *mercado* emerge por todos os compradores e vendedores fazerem trocas de coisas por dinheiro, por exemplo, no mercado de um bem ou serviço, assim como o de um ativo, os diversos agentes econômicos fazem múltiplas transações por motivações distintas ao longo do tempo.

O estado da economia é resultante da emergência de todas as transações em todos os seus mercados. Assim, “embora aparentemente complexa, uma economia é na verdade apenas *um zilhão de coisas simples operando juntas* e isso a faz parecer mais

complexa em vez de sua realidade possível de ser entendida de maneira simples”.

De maneira simplória, Dalio afirma: “para qualquer mercado (ou qualquer economia) se o analista souber o valor total de moeda ou crédito gasto e a quantidade total vendida, saberá tudo necessário saber para entendê-lo”. Divide um pelo outro para encontrar o valor médio – “e prever o preço de qualquer coisa”!

Embora em qualquer mercado existam muitos compradores e vendedores, e esses agentes tenham motivações diferentes, as mais importantes são geralmente bastante compreensíveis.

Aí Dalio comete o equívoco comum de *agregar e homogeneizar a heterogeneidade*: “adicioná-las para entender a economia não é tão difícil se construir *o todo* a partir de as transações para cima [*bottom up*]”. Curiosamente, em sua atividade de especulação a respeito do futuro, em seus escritos mais recentes, dedica-se a “adivinhar o cenário futuro”, ou seja, ver de cima para baixo [*top down*].

Essa perspectiva de oferta e demanda é diferente da perspectiva tradicional na qual tanto a oferta quanto a demanda são medidas em quantidade e a relação de preço entre elas é descrita em termos de elasticidade. Essa diferença tem implicações importantes para a compreensão dos mercados.

Outra coisa importante a saber sobre esta parte do modelo deste financista (prático e não exímio teórico) é os gastos serem realizados de duas formas ou com *dinheiro* ou com *crédito*. Por exemplo, quando o consumidor vai a uma loja para comprar algo, paga ou com cartão de crédito ou com papel-moeda. Se pagar com cartão de crédito, criou *crédito*, uma promessa de entrega de dinheiro em uma data posterior, enquanto se pagar com moeda em espécie não terá essa responsabilidade futura.

Em suma, existem diferentes tipos de mercados, tipos de compradores e vendedores, e formas de pagamento como componentes interativos para emergência da complexidade da economia. Para simplificar, Dalio os coloca em grupos e resume “como a máquina funciona”.

A metáfora “mecânica”, desde o século XVIII, compara a economia a uma máquina em movimento. Reflete a crença de, assim como as leis físicas regem o comportamento dos objetos materiais, também poderiam existir leis econômicas a governarem os fenômenos econômicos.

Quando dois corpos estão em equilíbrio gravitacional, suas forças de atração mútua estão em *equilíbrio*. A força gravitacional puxa um corpo em direção ao outro, mas é contrabalançada pela resistência do outro corpo. Isso resulta em movimentos estáveis ou órbitas.

Em termos econômicos, essa ideia foi extrapolada ao pressuposto “equilíbrio de mercado”. Ocorreria quando a oferta e a demanda se iguallassem, resultando em um preço e quantidade de equilíbrio.

No entanto, diferentemente da Física, a aplicação do conceito de equilíbrio na Economia é apenas *metafórica*, devido à complexidade dos fatores envolvidos. Há mudanças subjetivas nas preferências dos consumidores, nas decisões dos produtores e objetivas nas influências externas.

Na realidade, a Economia envolve seres humanos, cujas ações, decisões e emoções não se comportam de maneira tão previsível quanto os objetos físicos. Embora as analogias tenham sido úteis para construir modelos econômicos e entender algumas dinâmicas, também é crucial reconhecer as limitações dessas comparações e considerar a complexidade única da economia como uma Ciência Social.

Todas as mudanças em atividade econômica e todas as mudanças em preços dos mercados financeiros correspondem a mudanças nos valores de dinheiro ou crédito gastos com eles (total monetário), devido aos valores desses itens vendidos (quantidade total).

Dalio, como financista, afirma: “mudanças na quantidade de compras normalmente têm um impacto nas mudanças na atividade econômica e nos preços porque não há nada mais fácil de mudar além da oferta de moeda e crédito”.

Para simplificar, ele agrupa os compradores em algumas grandes categorias.

1. A compra pode vir do *setor privado* ou do *setor governamental*.
2. O *setor privado* é composto por famílias e empresas pode ser qualquer doméstico ou estrangeiro.
3. O *setor governamental* mais importante consiste em governo federal, o qual gasta o dinheiro do contribuinte em serviços para a sociedade, e o Banco Central, a única entidade capaz de criar papel-moeda e, em geral, investidora de reservas bancárias em ativos financeiros.

Como o *dinheiro e o crédito*, e através deles a demanda, são mais fáceis de criar (ou parar de criar) em lugar da produção de bens e serviços e ativos de investimento, segundo Dalio, *eles causam ciclos econômicos e de preços*.

Ver a economia e os mercados por meio dessa perspectiva “baseada em transações”, em vez de vê-los pela *perspectiva econômica tradicional de trocas sem moeda* [escambo], faz toda a diferença. Permite a compreensão de “o que está acontecendo” e de “o que provavelmente acontecerá”.

Desse modo, o financista vê “o que realmente está acontecendo” e “por qual razão está acontecendo” de maneiras muito mais granulares em lugar da maneira tradicional – “desmonetizada” e “desfinanceirizada” – de ver as coisas.

Dalio dá alguns exemplos. A maneira tradicional de ver a relação entre oferta, demanda e preço mede tanto a oferta quanto a demanda por meio do número de quantidade. Em qualquer ponto, a demanda se iguala à oferta pela quantidade trocada. O preço é a variável de ajuste ao alterar-se de acordo com a negociação.

Os economistas não-financistas não dão atenção ao valor total dos gastos incorridos, quem o efetivou e por qual razão o fez. Em qualquer momento e em todos os prazos, porém, a relação entre a mudança nas quantidades trocadas e a mudança no preço mudará com base justamente nesses fatores ignorados.

Colocar todos os compradores em um grupo (em vez de distingui-los e entender suas motivações) e medir sua demanda em termos de quantidade comprada (em vez de quanto gastou), ignora se o gasto foi pago por meio de moeda ou crédito. Cria *uma teoria e imagem imprecisa dos mercados e da economia*.

A maior parte daquilo abstraído pelos economistas convencionais como “velocidade da circulação da moeda” é, na realidade, *criação de crédito*. Velocidade é outro termo enganoso, extraído da Física, para explicar como a quantidade de gastos em um ano (estimada no PIB) poderia ser paga por uma quantia menor de dinheiro.

Para explicar essa relação, os economistas não-financistas dividem a quantidade de PIB pela quantidade de moeda para transmitir a imagem de “o dinheiro estar girando a uma velocidade de tantas vezes por ano”. A atividade econômico-financeira não funciona assim.

Em lugar disso, grande parte dos gastos vem da *criação de crédito* – e esta criação não precisa de moeda para ocorrer. Entender isso tem grandes implicações para compreender como a economia e os mercados funcionam.

Por exemplo, o economista neoclássico sob a perspectiva tradicional da Teoria Quantitativa da Moeda pensa um grande aumento na quantidade de dinheiro ser inflacionário. O economista-financista com uma abordagem baseada em transações – e na Teoria Alternativa da Moeda (se leu minha Tese de Livre-Docência) – entenderá o crédito ser criado de comum acordo entre as partes anuentes a respeito de prazos para pagamentos da transação.

A ideia de moeda circulante por meio de “velocidade” (MV) e correspondente ao PIB nominal (PQ) é uma descrição enganosa dos acontecimentos. Para Dalio, “a quantidade de gastos altera os preços, e se o aumento na quantidade de moeda estiver compensando uma diminuição na quantidade de crédito, não fará diferença. Se a quantidade de crédito estiver diminuindo e a quantidade de moeda não aumentar, a quantidade de gastos diminuirá e os preços cairão”.

Dalio, com esse modo de raciocinar, acaba adotando a visão convencional de a demanda agregada ser determinante do nível geral dos preços. Na realidade, *o price-maker negocia com o price-taker...*

Talvez por desconhecer a Teoria Alternativa da Moeda, gaba-se de seu conhecimento como ele fosse inédito ou original. “Essa maneira diferente de olhar para a economia e os mercados me permitiu entender e antecipar os altos e baixos econômicos, enquanto outros, usando abordagens mais tradicionais, perderam.”

Funcionamento do Sistema Complexo baseado no Mercado

Conforme o anunciado por Dalio, os atores econômicos compram e vendem tanto bens e serviços quanto ativos financeiros. Podem pagá-los com moeda ou crédito.

Em um sistema baseado no mercado, essa troca ocorre por livre escolha. Existem “mercados livres” nos quais compradores e vendedores de bens, serviços e ativos financeiros fazem suas transações em busca de seus próprios interesses.

A produção e compra de ativos financeiros, através de empréstimos e investimentos, é chamada de “formação de capital”. Isso ocorre porque tanto o comprador quanto o vendedor desses ativos financeiros acreditam a transação ser boa para eles.

Aqueles com reservas financeiras fornecem moeda e crédito aos destinatários em troca das “promessas” dos destinatários de pagar mais ao devolver. Para esse processo funcionar bem, deve haver um certo número de *provedores de capital*, ou seja, investidores ou credores optantes por conceder moeda e crédito a um certo número de *receptores de capital* (tomadores e vendedores de patrimônio), em troca dos compromissos formais dos destinatários de devolverem quantias com valor superior à concedidas.

Embora a quantidade de moeda existente seja controlada pelos Bancos Centrais, a quantidade de crédito existente pode ser “criada a partir do nada” [*ex nihilo*]. Quaisquer duas partes interessadas podem concordar em fazer uma transação a crédito, embora isso seja influenciado pelas políticas do Banco Central.

Nas *bolhas*, crédito é criado além do possível de ser pago posteriormente. Logo, cria explosões ou *crashes* após o *boom*.

Quando ocorrem *contrações de capital*, também ocorrem *contrações econômicas*, ou seja, não há moeda e/ou crédito suficiente para gastar em bens, serviços e ativos financeiros. Essas contrações geralmente ocorrem por dois motivos, mais comumente conhecidos como:

1. *recessões*: contrações dentro de um ciclo de dívida em curto prazo; e
2. *depressões*: contrações em desalavancagens financeiras.

As *recessões* são geralmente bem compreendidas porque acontecem com frequência e a maioria dos agentes econômicos já as experimentou. Por sua vez, as *depressões* e as *desalavancagens financeiras* são normalmente mal compreendidas por ocorrerem com pouca frequência e não serem amplamente experimentadas.

Um *ciclo de dívida de curto prazo*, comumente chamado de *ciclo econômico*, surge de a taxa de crescimento dos gastos, ou seja, o valor total (PQ) financiado pelas taxas de crescimento da moeda e do crédito (M), sendo mais rápida diante da taxa de crescimento da capacidade de produzir (Q), levar a aumentos de preço (P). Essa *expansão* vai até a taxa de crescimento dos gastos ser reduzida por falta de moeda e crédito, quando então ocorre uma *recessão*.

Logo, *uma recessão é uma economia em contração*. Ela se deve a uma contração no crescimento da dívida do setor privado.

Pode ser decorrente de uma política restritiva do Banco Central para combater a inflação. Tem seu término quando a Autoridade Monetária afrouxa a política monetária.

Há, então, baixa das taxas de juros para estimular a demanda por bens e serviços e o crescimento do crédito. Este financia essas compras, porque taxas de juros mais baixas:

- 1) reduzem os custos do serviço da dívida;

- 2) exigem pagamentos mensais mais baixos (queda dos custos) dos itens comprados a crédito, estimulando a demanda por eles; e
- 3) aumentam os preços dos ativos geradores de renda, como ações e imóveis, e por meio do *efeito valor presente* do desconto de seus fluxos de caixa esperados à taxa de juros mais baixa, produz um *efeito riqueza* nos gastos.

Em contraste, um *ciclo de dívida de longo prazo*, surge de dívidas crescendo mais rapidamente diante da disponibilidade de renda ou dinheiro até isso não mais continuar. Os custos do serviço da dívida se tornam excessivos, enquanto as taxas de juros não puderem ser reduzidas.

A *desalavancagem financeira* é o processo de redução dos encargos da dívida, ou seja, o serviço da dívida em relação às receitas. Geralmente, termina por meio de uma combinação de redução da dívida, austeridade e redistribuição de riqueza.

As *reduções da dívida* assumem a forma de uma combinação de um modo de:

1. o valor da dívida a ser reembolsado ser reduzido,
2. o cronograma de pagamentos da dívida ser estendido e
3. as taxas de juros reduzidas.

Uma *depressão* é a fase de contração econômica durante uma desalavancagem. Ela ocorre porque a contração da dívida do setor privado não é corrigida pelo Banco Central com a redução do custo do crédito com menor taxa de juro de referência.

Nas *depressões*, muitos devedores têm obrigações de entregar dinheiro além do habitual para cumprir suas obrigações. Nesse caso, a política monetária ainda é ineficaz na redução dos custos do serviço da dívida determinante do estímulo ao crescimento do crédito.

Normalmente, a política monetária é ineficaz para estimular o crescimento do crédito. Afinal, as taxas de juros não podem ser mais reduzidas, quando o juro básico já está próximo ou igual a 0% aa, a

ponto de influenciar favoravelmente a economia do gasto e da formação de capital.

Isso ocorre em *desalavancagens deflacionárias*, quando se permanece na espera de os *preços de amanhã* estarem abaixo dos *preços de hoje*. Ao contrário, quando o crescimento monetário vai para a compra de ativos como proteção contra a inflação, resulta em *desalavancagens inflacionárias*.

As depressões geralmente terminam quando os Bancos Centrais imprimem dinheiro para monetizar a dívida em valores tais de modo a compensarem os efeitos da depressão deflacionária das reduções da dívida e da austeridade.

As depressões são a fase de contração de uma Desalavancagem. Esta pode ocorrer *sem depressões* se for bem administrada com redução dos encargos da dívida. No próximo tópico, resumo a análise de Dalio das desalavancagens de maneira mais detalhada.

As diferenças em como os governos se comportam em recessões ou em desalavancagens são boas pistas para indicar qual delas está acontecendo.

Por exemplo, em desalavancagens, os Bancos Centrais tipicamente mandam a Casa da Moeda “imprimir” papel-moeda e o usam para comprar grandes quantidades de ativos financeiros. Dessa forma, compensam o declínio no crédito do setor privado, enquanto essas atuações não ocorrem em recessões.

Além disso, nas desalavancagens, os governos centrais normalmente gastam muito mais para compensar a queda nos gastos do setor privado.

Esses dois tipos de contrações são apenas partes de dois tipos diferentes de ciclos, explicados de forma mais completa em seu modelo de análise. Dalio o detalha no livro “Crise da Grande Dívida” (*Big Debt Crises*; Bridgewater; 2018).

Antes de sumarizar suas ideias-básicas, apresento um pouco mais de informação sobre *desalavancagem financeira*.

Uma Análise Detalhada das Desalavancagens

O objetivo deste tópico é analisar em maior profundidade *como funciona o processo de desalavancagem*. Ele reduz a relação dívida/receita como dívida pública / PIB, de acordo com Dalio, ou *grau de fragilidade financeira*, segundo Minsky. Quando os encargos da dívida se tornam excessivos, é necessária a desalavancagem.

Essas desalavancagens podem ser bem ou mal administradas. Algumas foram muito *feias*, causando grande dor econômica, convulsão social e às vezes guerras, embora não conseguissem reduzir a relação dívida/renda. Outras foram muito *bonitas*, causando ajustes ordenados para equilíbrios saudáveis de produção-consumo nas relações dívida/renda.

Neste estudo, Dalio revisa *a mecânica da desalavancagem*, analisando experiências anteriores para transmitir por qual razão algumas são *feias* e outras *bonitas*. Estas são bem equilibradas e aquelas muito desequilibradas.

As diferenças entre como as desalavancagens são resolvidas dependem dos valores e ritmos de:

- 1) redução da dívida,
- 2) austeridade,
- 3) transferência de riqueza de quem tem para quem não tem, e
- 4) monetização da dívida.

As desalavancagens mal administradas se devem aos formuladores de políticas econômicas não terem se dedicado ao estudo delas em seus cursos convencionais de Ciência Econômica. Geralmente, estabelecem políticas por meio de um doloroso processo de *tentativa e erro*: o ônus social, imposto por seus erros, leva-os a afastar dos movimentos ruins em direção aos movimentos acertados.

Como todas as economias de mercado acabam passando pelo *processo de desalavancagem*, a questão-chave é quanta dor suas sociedades suportam no processo. "Como houve muitas desalavancagens ao longo da história, aprender como a máquina econômica funciona é algo relativamente simples, e muita dor

poderia ser evitada se os *policy-makers* entendessem como esse processo funciona de acordo como ele se desenrolou no passado". Esse é o propósito deste estudo de Ray Dalio.

Cada uma das quatro trajetórias citadas – redução da dívida, austeridade, transferência de riqueza de quem tem para quem não tem, e monetização da dívida – reduz a relação dívida/renda, mas tem efeitos diferentes sobre a inflação e o crescimento. As diferenças entre as desalavancagens dependem dos seus valores e ritmos.

A *redução da dívida* (inadimplência e reestruturações) e *austeridade* são deflacionárias e deprimentes, enquanto a *monetização da dívida* é inflacionária e estimulante. Desalavancagens *feias* agravam o desequilíbrio, enquanto as *belas* as equilibram adequadamente. Logo, a chave está em acertar a mistura adequada.

Normalmente, em resposta a uma crise de dívida, a passagem por essas quatro etapas ocorre na seguinte ordem.

A princípio, os problemas com o serviço da dívida e a contração da renda, associada no crescimento da dívida, causam uma crise econômica. Nela, a relação dívida/renda aumenta ao mesmo tempo no qual a atividade econômica e os preços dos ativos financeiros caem. Dalio chama esta fase de "desalavancagem deflacionária feia".

A redução da dívida, ou seja, *defaults* e reestruturações, e a austeridade sem monetização da dívida caracterizam esta fase. Nesse período, a queda no crescimento do crédito ao setor privado e a restrição de liquidez levam a quedas na demanda por bens, serviços e ativos financeiros.

A *bolha financeira* estoura quando não há dinheiro suficiente para pagar o serviço da dívida e as inadimplências e reestruturações atingem os agentes econômicos, especialmente, os credores alavancados (bancos), como uma avalanche causadora de medo. Este medo justificado se alimenta de si mesmo e leva a uma *crise de liquidez*.

Como resultado, os formuladores de políticas entram em uma corrida louca para conter os *defaults* antes de perderem o controle. Este caminho para reduzir os encargos da dívida, via inadimplências e reestruturações, deve ser limitado.

De outra forma, levaria a uma espiral descendente auto reforçada na qual inadimplências e reestruturações seriam prejudiciais à confiança. Depois de abandonadas, por anos podem impedir a fé na recuperação germinar.

Inadimplências e reestruturações não devem ser muito grandes ou muito rápidas, porque as dívidas de um agente são os ativos de outro. Então, o *efeito riqueza* de cortar o valor desses ativos, de forma agressiva, pode ser devastador na demanda por bens, serviços e ativos de investimento.

Para reduzir os pagamentos do serviço da dívida a níveis sustentáveis, o valor da redução deve ser até o devedor ter condições de pagar. Embora um certo percentual possa parecer demasiado, porque muitas entidades são alavancadas, os impactos em seus patrimônios líquidos podem ser muito maiores.

Por exemplo, o credor alavancado 2:1 experimentaria um declínio do dobro de seu percentual em seu patrimônio líquido. Como os bancos são normalmente alavancados em cerca de 12:1 ou 9:1, esse quadro é obviamente devastador para eles. Isso aparece desde o início das desalavancagens.

A força devastadora da onda de inadimplência, ocorrida em uma desalavancagem, surge desde o início. Os formuladores de políticas são imediatamente motivados a *conter a taxa de inadimplência*. Mas desconhecem as melhores maneiras de fazer isso.

Em reação ao *choque da crise da dívida*, os *policy-makers* geralmente tentam a austeridade porque é a única coisa aprendida a se fazer sempre – e equivocadamente. Como é difícil para o devedor tomar mais empréstimos por já estar muito endividado, ele terá de cortar seus outros gastos para compatibilizá-los com sua renda.

O problema é o gasto de um agente ser a renda de outro agente, então, quando os gastos são cortados, emerge como consequência dessas interações a queda da renda. Pior, só com uma enorme quantidade de cortes de gastos dolorosos consegue-se fazer reduções significativas nos relativos dívida/renda.

Normalmente, os formuladores de políticas tentam e erram esse caminho por alguns anos. São demitidos pelos resultados e/ou

pela troca eleitoral de governos. Eventualmente, os mais lúcidos percebem mais necessita ser feito, porque os efeitos deflacionários e depressivos da redução da dívida e da austeridade são socialmente muito dolorosos.

Isso os leva a passar para a próxima fase. Nela, "imprimir papel-moeda", ou seja, injetar liquidez, desempenha um papel maior.

As reduções da dívida e a austeridade não desempenham papéis benéficos, no processo de desalavancagem, porque não são grandes o suficiente para fazer muita diferença. Mesmo assim têm resultados socialmente muito dolorosos. Por isso, devem equilibrados com "impressão de moeda ou monetização".

Na *segunda fase da desalavancagem típica*, os relativos dívida/rendimento diminuem, enquanto a atividade econômica e os preços dos ativos financeiros melhoram. Isso acontece quando há suficiente "impressão de moeda ou monetização da dívida".

Leva a taxa de crescimento do PIB nominal a ficar acima da taxa nominal de juros, além de uma *desvalorização da moeda nacional* compensar as forças deflacionárias. Cria uma "bela desalavancagem".

A melhor maneira de enfrentar a depressão deflacionária é o Banco Central fornecer liquidez e suporte de crédito adequados. Dependendo da necessidade de capital de bancos sistemicamente importantes, o governo central deve fornecer ajuda em "socialização dos prejuízos".

Isso assume a forma de o Banco Central emprestar contra uma gama mais ampla de garantias, mesmo de qualidade inferior ou com vencimento mais longo, e comprar (monetizar) dívida de qualidade inferior e/ou de prazo mais longo. Isso produz alívio e, se feito na medida certa, permite ocorrer uma desalavancagem com crescimento positivo.

As quantias certas neutralizam aquilo capaz de provocar um colapso deflacionário do mercado de crédito e obtêm a taxa de crescimento nominal marginalmente acima da taxa de juros nominal. Assim, espalha-se, toleravelmente, o processo de desalavancagem.

Em tais momentos de *reflação*, é normal enfraquecer o valor da moeda nacional. Mas isso não produzirá uma inflação inaceitavelmente alta porque essa *reflação* *estará simplesmente anulando a deflação*.

A história recente demonstrou uma lição. Aqueles tecnocratas capazes de administrar rapidamente e bem o processo de desalavancagem financeira (como nos EUA em 2008/9) obtiveram resultados muito melhores se comparados aos retardatários (como nos EUA em 1930-33).

No entanto, há de se precaver contra *o uso abusivo de estimulantes*. Como eles funcionam tão bem, em relação às alternativas de austeridade, existe um risco real deles se abusar, causando uma "desalavancagem inflacionária feia".

Quando há muita "impressão de papel-moeda ou monetarização" e uma muito severa desvalorização da moeda nacional, ambas reflacionárias, em relação aos valores das outras três alternativas, ocorrem as "desalavancagens inflacionárias feias".

Elas ocorrem costumeiramente em países sem suficiente moeda estrangeira em reserva cambial e com dívidas externas significativas nela. Neles, a taxa de inflação é medida em sua moeda local em rápida depreciação.

Ocorrem lenta e tardiamente no processo de desalavancagem de países com suficiente moeda de reserva. Necessitam de muito tempo e muito estímulo para reverter uma desalavancagem deflacionária.

As transferências de riqueza *de quem tem para quem não tem* ocorrem de várias formas, ao longo do processo, mas raramente ocorrem em valores capazes de contribuir significativamente para a desalavancagem, exceto caso haja "revoluções". Exemplos mais comuns são o aumento de impostos sobre os ricos ou os programas de apoio financeiro aos excessivamente endividados.

Embora sejam diferentes os valores e os ritmos dos caminhos para a desalavancagem, "as máquinas econômicas" capazes de impulsionarem os resultados são basicamente as mesmas. Dalio divide as desalavancagens financeiras em três grupos chamados de:

- 1) "*belas desalavancagens*": ocorrem quando há "impressão monetária" suficiente, para equilibrar as forças deflacionárias de redução da dívida e austeridade, de forma a haver crescimento nominal do PIB acima das taxas de juros nominais e consequente queda da relação dívida/renda;
- 2) "*desalavancagens deflacionárias feias*": ocorrem antes de dinheiro ser "impresso" suficientemente, existir depressões deflacionárias e as taxas de juros nominais ficarem sempre acima das taxas de crescimento nominais da renda;
- 3) "*desalavancagens inflacionárias feias*": a "impressão de moeda" é grande, em relação às forças deflacionárias, mas o crescimento é apenas nominal por meio da inflação monetária, e as taxas de juros entram em uma espiral ascendente auto reforçada.

Crédito e Débito

Como em seu modelo de análise econômico-financeira Dalio usará muito os termos "crédito" e "dívida", ele começa sua exposição com suas definições. Mostra como funcionam ao longo de um ciclo econômico-financeiro.

O crédito é a oferta de poder de compra. Esse poder de compra é concedido em troca de uma promessa de pagamento. Esta é a dívida.

Claramente, conceder a capacidade de fazer compras, fornecendo *crédito*, é, por si só, *uma coisa boa*. Não fornecer o poder de compra, pensando fazer uma coisa boa para evitar o *endividamento*, pode ser *coisa ruim*.

Se há muito pouco crédito para o desenvolvimento, então há pouco desenvolvimento, o que é *coisa ruim*. O problema com a dívida surge quando há *incapacidade de a pagar de volta*.

Dito de outra forma, a questão de se o rápido crescimento do crédito ou dívida é bom ou ruim depende se o crédito é dirigido, direta ou indiretamente, à produção – e de como a dívida é paga.

Quase por definição, *peças financeiramente responsáveis não gostam de ter muita dívida*. Dalio entende bem essa perspectiva porque ele a compartilha. Por toda a sua vida, mesmo quando ele não tinha dinheiro, preferiu economizar em lugar de tomar emprestado, porque sentiu *as vantagens de a dívida não valerem suas desvantagens*.

Mas, progressivamente, aprendeu *isso não ser necessariamente verdade para a sociedade como um todo*, diferentemente dos indivíduos. Afinal, os executores de políticas públicas para a sociedade têm controles não possuídos pelos indivíduos.

De suas experiências profissionais e suas pesquisas intelectuais, Dalio aprendeu: pouco crescimento de crédito ou dívida pode criar problemas econômicos tão ruins ou piores quanto ter muito, com os custos chegando na forma de oportunidades perdidas.

De um modo geral, como o crédito cria poder de compra e dívida, o crédito é ou não desejável dependendo *se o dinheiro emprestado é usado produtivamente para gerar renda suficiente para pagar a dívida*. Se isso ocorrer, os recursos terão sido bem alocados e tanto o credor quanto o mutuário serão beneficiados economicamente. Se isso não ocorrer, os mutuários e os credores não ficarão satisfeitos e há uma boa chance de os recursos terem sido mal alocados.

Ao avaliar isso para a sociedade como um todo, os economistas-financistas devem considerar a economia secundária ou indireta, bem como a economia mais primária e direta.

Às vezes não é fornecido dinheiro ou crédito suficiente para coisas tão obviamente eficazes em termos de custos como *educar bem os jovens*. Isso os torna mais produtivos e, ao mesmo tempo, reduz os crimes e os custos de encarceramento.

Outro exemplo: evitar substituir a infraestrutura ineficiente por mero conservadorismo fiscal, insistente em o governo não pedir emprestado para fazer tais coisas, parece ser ruim para a sociedade. Talvez isso não seja sempre verdade a depender das circunstâncias, por exemplo, durante uma "inflação verdadeira" por esgotamento da capacidade produtiva.

Dalio deixa claro: “o crédito e/ou débito, ao produzir benefícios econômicos suficientes para pagar por si mesmo, é uma coisa boa”. Mas às vezes os *trade-offs* são mais difíceis de ver.

Se os padrões de empréstimos são tão rígidos a ponto de exigirem uma certa certeza de serem pagos de volta, isso pode levar a *menos problemas de dívidas*, mas *muito pouco desenvolvimento*. Se os padrões de empréstimos forem menos exigentes, isso pode levar a mais desenvolvimento, mas também pode criar sérios *problemas de dívidas*, no caminho, de modo a apagarem os benefícios.

Perguntas Comuns sobre Ciclos da Dívida

Quão cara é a dívida ruim em relação a não ter o gasto financiado pela dívida?

Suponha um formulador de políticas públicas, optar por construir um sistema de metrô com o custo de US\$ 1 bilhão. Ele o financia com dívidas porque espera receber de volta da receita para pagá-la.

Mas se a economia entra em um ciclo recessivo muito pior do esperado e apenas metade das receitas esperadas se confirma, a dívida teria de ser reduzida em 50%. Isso significa *não construir o metrô*?

Reformulada, a questão é se o sistema de metrô vale US\$ 500 milhões a mais, em lugar do orçado inicialmente, ou se vale cerca de 2% anualmente a mais em vez do orçado, supondo o sistema de metrô ter uma vida útil de 25 anos. Olhando desta forma, é possível avaliar corretamente: ter o sistema de metrô a esse custo é muito melhor em lugar de não ter o sistema de metrô.

Para se ter uma ideia do significado disso para uma economia como um todo, as perdas com dívidas incobráveis são de cerca de 40%, este é um valor de empréstimo não possível de ser pago de volta. Esses empréstimos ruins representam cerca de 20% de todos os empréstimos pendentes, de modo essas perdas equivalerem a cerca de 8% da dívida total.

Essa dívida total, por sua vez, equivale a cerca de 200% da renda (PIB). Portanto a diferença é aproximadamente igual a 16% do PIB.

Se esse custo for “socializado”, isto é, suportado pela sociedade como um todo por meio de políticas fiscais e/ou monetárias, e distribuído ao longo de 15 anos, isso equivaleria a cerca de 1% ao ano, bastante tolerável. É claro, se não forem distribuídos, os custos seriam intoleráveis.

Por essa razão, Dalio afirma: os riscos negativos de ter uma quantidade significativa de dívida dependem muito da *disposição e da capacidade dos formuladores de políticas para disseminar as perdas decorrentes de dívidas incobráveis*. Ele já viu isso em todos os casos vividos e estudados.

Se os formuladores de políticas podem fazer isso depende de dois fatores:

- 1) se a dívida é denominada na moeda nacional controlada, e
- 2) se eles têm influência sobre como os credores e os devedores se comportam uns com os outros.

Crises da dívida são inevitáveis?

Segundo Ray Dalio, “ao longo da história, apenas alguns países bem disciplinados evitaram as crises da dívida”. Isso porque os empréstimos nunca são feitos com perfeição, devido a como o ciclo afeta a psicologia econômica para produzir bolhas, *booms* e *crashes*.

Embora os formuladores de políticas, geralmente, tentem acertar, na maioria das vezes eles erram por ficarem muito frouxos quanto à contratação de crédito. Afinal, as recompensas de curto prazo (crescimento mais rápido) parecem justificá-lo.

Também é politicamente mais fácil permitir crédito fácil, por exemplo, fornecendo garantias, facilitando políticas monetárias, em vez de apertar o crédito. Essa é a principal razão pela qual vemos *grandes ciclos de endividamento*.

Por qual razão as crises da dívida vêm em ciclos?

Dalio sempre quando começa a falar de ciclos, particularmente de ciclos grandes e de longo prazo, necessita enfatizar não estar falando de nada mais além de *uma série de eventos movidos por lógica capazes de se repetirem nos padrões*. Em uma economia baseada no mercado, expansões e contrações, nos ciclos econômicos, ao afetarem a carteira de crédito, ocorrem por razões perfeitamente lógicas.

Embora os padrões sejam semelhantes, as sequências não são predestinadas a repetir exatamente da mesma maneira, nem tampouco tomar exatamente a mesma quantidade de tempo. Não há regularidade.

Para colocar essas questões complicadas em termos muito simples, cria-se um ciclo praticamente sempre quando se pedir dinheiro emprestado. Comprar algo sem poder pagar significa gastar mais além do ganho.

No caso, não se está apenas pedindo emprestado ao prestador, está se tomando emprestado do futuro. *Endividamento* pode ser encarado como a antecipação de esperados rendimentos futuros, ou seja, de capacidade de pagamentos.

Essencialmente, com crédito está se criando um tempo no futuro quando se precisará gastar menos do ganho para poder pagá-lo de volta. O padrão de empréstimo, gastando no presente mais além do ganho e depois gastando menos do padrão de gastos de consumo face à renda esperada, assemelha-se a um ciclo.

Isso é tão verdadeiro para um indivíduo quanto para uma economia nacional. *Emprestar dinheiro coloca em movimento uma série de eventos mecânicos e previsíveis*.

É possível entender muito bem entender como os ciclos de crédito funcionam no nível de toda a economia. No início, as pessoas têm dinheiro e nenhuma propriedade, por isso vale a pena converter seu dinheiro em propriedade.

Quando adquirem moradia, dispensa o dinheiro para pagar os aluguéis cobrados antes. Se imobilizarem todo o dinheiro em

propriedades imobiliárias, são forçados a vender alguma propriedade a preços com desconto para levantar dinheiro quando for necessário.

Quem joga melhor na economia de mercado, entende como manter a seleção certa entre propriedade e dinheiro, enquanto o jogo da vida econômica avança. No início, "a propriedade reina" e, mais tarde, "o dinheiro reina".

Esse jogo de mercado funciona melhor com um sistema bancário capaz de fazer empréstimos e receber depósitos. Os jogadores poderiam pedir dinheiro emprestado para comprar uma propriedade.

Em vez de ficar com o dinheiro à vista, depositariam a prazo no banco para ganhar juros. Por sua vez, isso propiciaria ao banco mais dinheiro para lastrear empréstimos.

Os jogadores passam a poderem comprar e vender propriedades uns dos outros a crédito, ou seja, prometendo devolver o dinheiro com juros em uma data posterior. Se a economia monetária de produção for vista dessa maneira, os economistas teriam um modelo realista de como a economia de mercado opera.

A quantidade de gastos financiados por dívidas aumentaria rapidamente para múltiplos diante da quantidade de dinheiro existente. Nesse ritmo, mais adiante, os devedores detentores de propriedades ficarão com pouco dinheiro para pagar seus empregados e pagar suas dívidas.

O sistema bancário também terá problemas, porque a crescente necessidade de dinheiro dos seus depositantes fará eles o sacarem seus depósitos. Na mesma época, mais e mais devedores vão ficando atrasados em seus pagamentos de juros e amortizações de empréstimos.

Se nada for feito para o governo intervir no problema, tanto os bancos quanto os devedores irão à falência e a economia se contrairá. Com o passar do tempo, enquanto esses ciclos de expansão e contração ocorrerem, repetidamente, *as condições são criadas para uma crise de grande dívida e em longo prazo.*

Emprestar naturalmente cria movimentos ascendentes auto reforçadores. Eles acabam se invertendo para criar movimentos descendentes em retroalimentação. Eles devem reverter por sua vez.

Durante as altas, os empréstimos apoiam gastos e investimentos. Isso, por sua vez, sustenta os rendimentos e os preços dos ativos.

O aumento da renda e dos preços dos ativos sustentam novos empréstimos para gastos com bens e investimentos em ativos financeiros. O endividamento eleva, essencialmente, os gastos e a renda acima do crescimento consistente da produtividade da economia.

Perto do pico do ciclo ascendente, os empréstimos baseiam-se na expectativa de o crescimento da renda acima da tendência continuar indefinidamente. Mas, dada a capacidade produtiva, isso não pode acontecer. Eventualmente, o rendimento ficará abaixo do custo dos empréstimos.

As economias cujo crescimento é apoiado de forma significativa pela construção, financiada por dívidas, de investimentos fixos, imóveis e infraestrutura são particularmente suscetíveis a grandes oscilações cíclicas. As taxas rápidas de construção desses ativos de longa duração não são sustentáveis ao longo do tempo do endividamento.

Se são necessárias mais moradias para a população e passa-se a construí-las com crédito imobiliário, a necessidade incremental de construir mais habitações, naturalmente, diminuirá no futuro. Como os ciclos de gastos com moradia diminuem, o impacto da habitação sobre o crescimento também diminui.

Por exemplo, se alguém estiver gastando US\$ 10 milhões por ano para construir um prédio de escritórios, pagando a contratação de trabalhadores, compra de aço e concreto etc. Quando o prédio estiver concluído, os gastos cairão para US\$ 0 por ano, assim como a demanda por trabalhadores e materiais de construção.

A partir desse ponto, o crescimento, a renda e a capacidade de serviço da dívida dependerão de outras demandas. Esse tipo de ciclo, quando uma forte ascensão do crescimento, impulsionada por

imóveis financiados por dívida, investimentos fixos e gastos com infraestrutura, é seguida por uma desaceleração impulsionada por corte de dívida, é muito típica das economias emergentes. Elas têm muita construção de habitações de interesse social a fazer.

Contribuindo ainda mais para a evolução cíclica das economias dos países emergentes estão as mudanças em sua competitividade, devido a mudanças relativas em suas rendas. Normalmente, eles têm mão-de-obra muito barata e infraestrutura ruim, por isso constroem infraestrutura, têm um *boom* de exportação e experimentam renda crescente.

Mas a taxa de crescimento, devido às exportações, diminui se a competitividade salarial relativamente a outros países diminui. Caso um déficit comercial provocar a disparidade entre o juro interno diante do internacional, detona o custo do endividamento.

Em “bolhas”, as expectativas irreais e os empréstimos irresponsáveis resultam em uma massa crítica de empréstimos ruins. Em um estágio ou outro, isso fica evidente para banqueiros comerciais e banqueiros centrais – e a bolha começa a se esvaziar.

Um sinal de alerta clássico de uma bolha estar sendo inflada é quando uma quantidade crescente de dinheiro está sendo emprestada para fazer pagamentos do serviço da dívida. Esse *refinanciamento*, obviamente, aumenta o endividamento dos tomadores de empréstimo.

Quando o crescimento do dinheiro e do crédito são reduzidos e/ou são impostos padrões de empréstimos de custos mais elevados, as taxas de crescimento da renda e gastos do crédito se tornam mais lentas e surgem mais problemas de pagamento do serviço da dívida. Neste ponto, o topo da fase ascendente do ciclo da dívida está próximo.

Percebendo o crescimento do crédito ser perigosamente rápido, o Banco Central aperta a política monetária para contê-lo. Isso acelera o declínio, embora ele acontecesse de qualquer maneira, só um pouco depois.

Em ambos os casos, quando os custos do serviço da dívida se tornam maiores, acima do valor possível de ser emprestado para refinar os gastos, o ciclo ascendente se inverte.

Não só os novos empréstimos abrandam, como também aumentam as pressões sobre os devedores para os pagamentos da dívida serem feitos. Quanto mais claro se torna os devedores estarem lutando contra a falência, menos novos empréstimos existirão. A resultante desaceleração nos gastos e investimentos reduz ainda mais o crescimento da renda e os preços dos ativos diminuem.

Quando os mutuários não conseguem cumprir suas obrigações de serviço da dívida com as instituições de empréstimo, essas instituições não podem cumprir suas obrigações com seus próprios credores. Os tomadores de decisões de política econômica devem lidar com isso, lidando com as instituições de crédito em primeiro lugar.

As pressões mais extremas são geralmente experimentadas pelos credores. Os bancos são os mais altamente alavancados e têm as exposições mais concentradas nos mutuários falidos. Esses credores com os maiores riscos criam efeitos indiretos para compradores dignos de crédito em toda a economia.

Os dois principais problemas de longo prazo emergentes desses tipos de *ciclos de dívidas* são:

1. as perdas decorrentes dos pagamentos esperados do serviço da dívida não estarem sendo efetuados;
2. a redução dos empréstimos e, conseqüentemente, dos gastos antes refinanciados, comprometendo o futuro.

Quando o prometido pagamento do serviço da dívida não pode ser feito, isso pode levar a pagamentos periódicos menores e/ou a redução do valor da dívida. O credor tem de concordar em *aceitar menos do lhe devido*.

Mesmo depois de uma crise da dívida ser resolvida, é improvável as entidades, antes tendo tomado emprestado demais, poderem gerar o mesmo nível de gastos no futuro, similares aos ocorridos antes da crise. Isso tem implicações a ser consideradas.

A maioria das crises da dívida pode ser gerenciada sem grandes problemas?

Em seu estudo, Ray Dalio examinou os extremos dos ciclos. Analisou todas as *Crises de Grande Dívida*, nos últimos 100 anos, causadoras de quedas no PIB real de mais de 3%.

Com base nos seus exames e na maneira como funcionam as alavancas disponíveis para os formuladores de políticas econômicas, acredita ser *possível para as equipes econômicas gerenciá-las bem em quase todos os casos quando as dívidas são denominadas na própria moeda de um país*. Isso ocorre porque a flexibilidade tida pelos formuladores de políticas públicas lhes permite disseminar as consequências prejudiciais de tal maneira os grandes problemas de dívida não serem realmente grandes problemas.

A maioria dos problemas econômicos realmente terríveis causadas pelas Crises de Grande Dívida ocorreu antes de os formuladores de políticas tomarem medidas para disseminá-los. Mesmo as maiores crises de endividamento da história, por exemplo, a Grande Depressão dos anos 1930, foram superadas logo quando os ajustes certos foram feitos.

Do seu exame desses casos, os maiores riscos não são das próprias dívidas, mas sim:

- a) o fracasso dos formuladores de políticas em fazer as coisas certas, devido à falta de conhecimento e/ou falta de autoridade, e
- b) as consequências políticas de fazer ajustes prejudiciais a algumas pessoas no processo de ajudar os outros.

Por conta do desejo de ajudar a *reduzir esses riscos sociais*, Dalio escreveu este estudo. Quer reiterar:

- 1) quando as dívidas são denominadas em moedas estrangeiras, em vez da própria moeda, é muito mais difícil para os formuladores de políticas de um país fazer o tipo de coisas necessárias para distribuírem de maneira mais equânime os problemas da dívida;

- 2) o fato de as crises da dívida poderem ser bem administradas não significa elas não serem extremamente caras ou prejudiciais para algumas pessoas.

A chave para lidar com as crises da dívida é os formuladores de políticas saberem como usar bem suas alavancas e terem a autoridade necessária para fazê-lo. Necessitarão saber a qual taxa por ano os encargos terão de ser distribuídos e quem será beneficiado, quem sofrerá (e em que grau), para as consequências políticas e outras serem aceitáveis.

Existem quatro tipos de alavancas possíveis de serem usadas pelos formuladores de políticas públicas para reduzir os níveis de dívida e serviço da dívida em relação aos níveis de renda e fluxo de caixa necessários para atendê-los:

1. austeridade, ou seja, gastar menos;
2. inadimplência ou reestruturações de dívidas;
3. o Banco Central "imprimir dinheiro" para resgatar títulos de dívida pública ou fornecer garantias em empréstimos;
4. transferências de dinheiro e crédito de quem tem mais além do necessário para aqueles carentes de liquidez e/ou renda.

Cada uma de suas alavancas tem diferentes impactos na economia. Algumas são inflacionárias, embora estimulem o crescimento, por exemplo, "imprimir dinheiro", enquanto outras são deflacionárias e ajudam a reduzir os encargos da dívida, por exemplo, austeridade e inadimplência.

A chave para criar uma "bela desalavancagem", isto é, uma redução na relação dívida / renda acompanhada de inflação e taxas de crescimento aceitáveis, fenômeno já explicado, está em atingir o equilíbrio certo entre elas.

Neste *cenário feliz*, a relação dívida / renda [grau de fragilidade financeira] diminui enquanto a atividade econômica e os preços dos ativos financeiros melhoram, aumentando gradualmente a taxa de crescimento nominal dos rendimentos acima da taxa de juro nominal.

Essas alavancas mudam em torno de quem se beneficia e quem sofre, e durante quanto tempo. Os tomadores de decisões de política econômica são colocados na posição politicamente difícil de fazer essas escolhas cruciais. Como resultado, *eles raramente são apreciados, mesmo quando lidam bem com a crise da dívida.*

Modelo para o Ciclo Arquetípico em Longo Prazo com Grande Dívida

No *ciclo de dívida de curto prazo*, os gastos são limitados apenas pela disposição dos credores e devedores de fornecer e receber crédito. Quando o crédito está facilmente disponível, há uma expansão econômica. Quando o crédito não está facilmente disponível, há uma recessão.

A disponibilidade de crédito é controlada principalmente pelo Banco Central. A Autoridade Monetária é geralmente capaz de tirar a economia de uma recessão, facilitando as taxas para estimular o ciclo de novo.

Mas com o tempo, cada parte inferior e superior do ciclo termina com mais atividade econômica em relação ao ciclo anterior e com mais dívidas. Por quê? Porque as pessoas o empurram – elas têm uma inclinação para pedir emprestado e gastar mais em vez de pagar a dívida. *É a natureza humana*, segundo o diagnóstico do Ray Dalio.

Como resultado, durante longos períodos, as dívidas aumentam mais rapidamente em lugar das rendas. *Isso cria o ciclo de dívida de longo prazo.*

Durante o auge do ciclo de endividamento de longo prazo, os credores estendem o crédito livremente, mesmo quando as pessoas ficam mais endividadas. Isso porque *o processo é auto reforçado no lado ascendente* – o aumento dos gastos gera rendimentos crescentes e aumento do patrimônio líquido, o que aumenta a capacidade dos mutuários para emprestar, o que permite mais compras e gastos etc. A maioria está disposta a assumir mais riscos.

Muitas vezes novos tipos de intermediários financeiros e novos tipos de instrumentos financeiros se desenvolvem fora da supervisão e proteção das autoridades reguladoras. Isso os coloca em uma posição competitiva e atraente para oferecer retornos mais altos,

assumir mais alavancagem e fazer empréstimos com maior liquidez ou risco de crédito.

Com o crédito abundante, os tomadores geralmente gastam mais além do sustentável, dando a impressão de serem prósperos. Por sua vez, os credores, aproveitando dos bons momentos, são mais complacentes em vez de focarem a segurança.

Mas as dívidas não podem continuar a subir mais rapidamente se o dinheiro e a renda necessários para atendê-las não crescem sempre proporcionalmente. Então, elas estão caminhando para um sério *problema de endividamento*.

Quando os limites do crescimento da dívida em relação ao crescimento da renda são atingidos, o processo funciona em sentido inverso:

- os preços dos ativos caem;
- os devedores enfrentam problemas para pagar suas dívidas;
- os investidores ficam assustados e cautelosos, levando-os a vender ativos e/ou não captar mais empréstimos;
- os problemas de liquidez estimulam as reduções de seus gastos;
- como os gastos de um são a renda de outro, a renda começa a cair, o que torna os devedores ainda menos dignos de crédito;
- os preços dos ativos caem, pressionando ainda mais os bancos e elevando suas exigências de pagamentos da dívida, fazendo com os gastos caiam ainda mais;
- a bolsa de valores cai e as tensões sociais aumentam junto com o desemprego, porque as empresas com falta de dinheiro e sem crédito reduzem suas despesas com corte de pessoal;
- há um processo de retroalimentação, tornando-se uma contração viciosa e auto reforçada – e não facilmente corrigível;
- os encargos da dívida tornam-se simplesmente grandes demais e precisam ser reduzidos.

Ao contrário das *recessões*, quando as políticas monetárias podem ser facilitadas pela redução das taxas de juros e pelo aumento da liquidez, aumentando as capacidades e incentivos para emprestar, nas *depressões*, as taxas de juros não podem ser reduzidas. Eles já estão em (ou perto de) zero e o dinheiro (liquidez) não é aumentado por medidas ordinárias.

Essa é a *dinâmica criadora de ciclos de dívidas de longo prazo*. Segundo Ray Dalio, ela existe desde quando houve crédito, voltando a antes dos tempos romanos.

Até mesmo o Antigo Testamento descreveu a necessidade de acabar com a dívida a cada 50 anos. Este foi chamado de *Ano do Jubileu*. Como a maioria dos dramas, este surge e transparece de maneiras a se repetirem ao longo da história.

Para Dalio, o dinheiro serve a dois propósitos:

1. ser um meio de troca (unidade de conta e meio de pagamento) e
2. ser uma reserva de valor (riqueza).

Porque tem *dois propósitos*, serve a *dois mestres*:

1. aqueles com objetivo de obtê-lo apenas para as “necessidades da vida”, geralmente trabalhando para ele, e
2. aqueles com meta de armazenar a riqueza líquida ligada ao seu valor.

Ao longo da história, esses dois grupos foram chamados de maneiras diferentes, por exemplo:

1. o primeiro grupo composto de trabalhadores e do proletariado é de “quem não tem riqueza”, e
2. o segundo grupo composto por capitalistas e rentistas é de “quem tem riqueza”.

Por simplicidade, Dalio chama o primeiro grupo de *trabalhadores do proletariado* [aqueles possuidores apenas de “prole”, isto é, filhos] e o segundo grupo de *capitalistas-investidores*.

Os trabalhadores-proletários ganham dinheiro vendendo seu tempo e os capitalistas-investidores ganham seu dinheiro “emprestando” aos outros o uso de seu dinheiro. Recebem em troca uma promessa de pagamento de uma quantia superior ao empréstimo (um instrumento de dívida), ou um pedaço de propriedade no negócio (ações) ou um pedaço de outro ativo (imóveis).

Esses dois grupos, juntamente com o governo, definidor das regras, são os principais atores desse drama. Embora, geralmente, ambos os grupos se beneficiem de empréstimos, às vezes um ganha e outro sofre como resultado da transação. Isto é especialmente verdade para os devedores e credores.

Os ativos financeiros de uma pessoa são passivos financeiros de outra empresa, por exemplo, promessas de entrega de dinheiro. Quando as reivindicações sobre ativos financeiros são muito altas em relação ao dinheiro disponível para atendê-las, uma *grande desalavancagem* deve ocorrer.

Então, o sistema de crédito de livre mercado, financiador dos gastos, deixa de funcionar bem. Ele tipicamente funciona de forma reversa por meio de uma desalavancagem, exigindo o governo intervir de forma significativa.

O Banco Central se torna *um grande comprador de dívidas* por ser emprestador em última instância. O governo central se torna *um redistribuidor de gastos e riqueza*.

Nesses momentos, é necessário haver uma *reestruturação da dívida*. As reivindicações [antecipações de renda futura] sobre os gastos futuros, ou seja, *a dívida*, são reduzidas em relação ao reclamado, ou seja, *o dinheiro*.

Este desequilíbrio fundamental entre o tamanho dos créditos em dinheiro (*dívida*) e a oferta de dinheiro, ou seja, *o fluxo de caixa necessário para atender a dívida*, ocorreu muitas vezes na história. Ele sempre foi resolvido por meio de uma combinação das quatro alavancas descritas anteriormente.

O processo é doloroso para todos os agentes econômicos. Tanto causa um conflito de classes entre os operários-proletários e os

capitalistas-investidores, quanto pode ficar tão ruim a ponto de novos empréstimos serem prejudicados ou mesmo banidos.

Os historiadores dizem os problemas surgidos pela criação de crédito foram o motivo pelo qual *a usura* (emprestar dinheiro para juros) era considerada um pecado tanto no catolicismo quanto no Islã.

Durante toda a Idade Média, os cristãos geralmente não podiam cobrar legalmente juros a outros cristãos. Esta é uma das razões por os judeus terem tido um papel importante no desenvolvimento do comércio, porque tinham atividades urbanas e emprestavam dinheiro para empreendimentos comerciais e viagens financiadas.

Mas os judeus também eram os detentores dos empréstimos, os quais os devedores às vezes não podiam pagar. Muitos casos históricos de violência contra os judeus foram impulsionados por crises de dívidas

Neste estudo de Ray Dalio, no livro "*Crise da Grande Dívida*", examina os grandes ciclos de dívida resultantes em *grandes crises de dívida*, explorando como eles funcionam e como lidar bem com eles. Esclarece as diferenças entre os dois tipos principais: *depressões deflacionárias e inflacionárias*.

Nas *depressões deflacionárias*, os formuladores de políticas respondem à contração econômica inicial, baixando as taxas de juros. *Mas quando as taxas de juros atingem cerca de 0%, essa alavanca não é mais um meio eficaz de estimular a economia.*

A reestruturação da dívida e a austeridade dominam, sem serem equilibradas por um estímulo adequado, especialmente, a impressão monetária e a depreciação da moeda.

Nessa fase, os encargos da dívida (dívida e serviço da dívida como percentual da renda) aumentam, porque a renda cai mais rapidamente em lugar da reestruturação, as maiores dívidas aumentam o estoque da dívida e muitos tomadores são obrigados a acumular ainda mais dívidas para cobrir esses custos mais altos de juros.

Como observado, depressões deflacionárias normalmente ocorrem em países onde a maior parte da dívida insustentável era

financiada internamente em moeda local. Quando havia uma eventual inadimplência da dívida, ela produzia vendas forçadas e mais inadimplência, mas não era um problema de balanço de pagamentos por conta da depreciação da moeda nacional ou crise cambial.

As depressões inflacionárias, classicamente, ocorrem em países dependentes dos fluxos de capital estrangeiro. Portanto, acumularam uma quantidade significativa de dívida denominada em moeda estrangeira. Ela não pode ser monetizada, ou seja, comprada por dinheiro impresso pelo Banco Central.

Quando esses fluxos de capital estrangeiro diminuem, a criação de crédito se transforma em contração de crédito. Em uma *desalavancagem inflacionária*, a retirada de capital via repatriamento ou fuga do capital estrangeiro seca os empréstimos e a liquidez, e ao mesmo tempo a depreciação da moeda nacional produz inflação.

As depressões inflacionárias, nas quais muitas dívidas são denominadas em moeda estrangeira, são especialmente difíceis de administrar, porque as habilidades dos formuladores de políticas para espalhar a dor (“socializar os prejuízos”) são mais limitadas.

Em resumo, quando tudo estiver dito e feito, apenas algumas coisas distinguem *se uma desalavancagem é bem ou mal administrada*. Dalio os delineou abaixo.

Muita dor pode ser evitada se os formuladores de políticas puderem aprender com as armadilhas comuns e entenderem *as políticas características das belas desalavancagens*.

	Boa política econômica	Má política econômica
BOLHA	<ul style="list-style-type: none"> • Os Bancos Centrais consideram o crescimento da dívida e seus efeitos nos mercados de ativos na gestão de políticas. Se eles podem impedir a bolha, eles podem impedir o <i>crash</i>. • Os Bancos Centrais usam políticas macroprudenciais para direcionar restrições ao crescimento da dívida, onde as bolhas estão emergindo, e permitir o crescimento da dívida onde não é excessivo. • As políticas fiscais são mais rigorosas. 	<ul style="list-style-type: none"> • Grandes bolhas em ações ou imóveis são alimentadas por especuladores e credores. • Extrapolam sucessos passados ao fazer novos investimentos financiados por dívida, apostando na tendência de alta dos preços. • Grandes bolhas são toleradas por Bancos Centrais concentrados apenas na inflação e/ou crescimento e não considerando as bolhas infladas por endividamento excessivo para investimento em ativos, mantendo assim o crédito barato por tempo demais.

TOPO DO CICLO (AUGE)	<ul style="list-style-type: none">• Os Bancos Centrais restringem a bolha, seja com o controle monetário amplo, seja com políticas macroprudenciais bem escolhidas.• Em seguida, facilita seletivamente a retomada do crescimento via políticas setoriais.	<ul style="list-style-type: none">• Os Bancos Centrais continuam a apertar a política monetária, mesmo depois de estourar a bolha.
-----------------------------	---	--

DEPRESSÃO	<ul style="list-style-type: none">• Os Bancos Centrais fornecem ampla liquidez, reduzem rapidamente as taxas curtas até atingirem 0% e, em seguida, buscam monetizações agressivas, usando políticas macroprudenciais direcionadas.• Os governos buscam estímulos fiscais agressivos e sustentados, facilitando a ultrapassagem.• Instituições sistemicamente importantes são protegidas.	<ul style="list-style-type: none">• Os Bancos Centrais são mais lentos em cortar taxas, fornecer liquidez mais limitada e apertar cedo demais. Eles também esperam muito tempo para buscar uma monetização agressiva.• Os governos buscam austeridade sem aliviar adequadamente.• Instituições sistemicamente importantes são deixadas danificadas ou falidas.
------------------	---	--

<p>DESALAVANCAGEM BONITA</p>	<ul style="list-style-type: none"> • As reflexões começam com monetizações agressivas por meio de compras de ativos ou grandes depreciações da moeda, suficiente para levar o crescimento do PIB acima das taxas de juros nominais. • Políticas macroprudenciais estimulantes são direcionadas para proteger entidades sistemicamente importantes e estimular o crescimento do crédito de alta qualidade. • Os formuladores de políticas equilibram as forças depressivas de inadimplência e austeridade com as forças reflacionárias de monetização da dívida, depreciações cambiais e estímulo fiscal. 	<ul style="list-style-type: none"> • As monetizações iniciais vacilam, mas começam. • As compras de ativos são mais discretas e consistem mais em instrumentos de caixa em vez de em ativos de risco, de modo não produzirem <i>efeito riqueza</i>. • O estímulo concedido pelo Banco Central é prejudicado por <i>austeridade fiscal</i>. • As empresas superendividadas são protegidas mesmo não sendo sistemicamente importantes como "bancos zumbis". • As "depressões inflacionárias feias" surgem nos casos onde os formuladores de políticas permitem a confiança na moeda nacional entrar em colapso ao imprimir excesso de dinheiro.
-------------------------------------	---	--

Em outro quadro-resumo, apresentam-se as versões bem gerenciadas e mal gerenciadas dos ajustes necessários durante a *crise de dívida inflacionária*.

	Bem gerenciado	Mal gerenciado
Gerenciando a moeda	<ul style="list-style-type: none"> • Os formuladores de políticas blefam, transmitindo a mensagem de nunca permitirão a moeda enfraquecer muito. Quando eles a desvalorizam, é uma surpresa. • A desvalorização cambial é grande o suficiente para as pessoas já não ficarem esperando a moeda enfraquecer ainda mais, criando um mercado de mão dupla. 	<ul style="list-style-type: none"> • É esperado os formuladores de políticas permitirem uma depreciação da moeda, causando mais pressão para baixo sobre a moeda e taxas de juros mais altas. • A desvalorização inicial é pequena e outras desvalorizações serão necessárias. O mercado espera isso, causando expectativas de maiores taxas de juros e inflação.

Fechamento de Desequilíbrios Externos	<ul style="list-style-type: none"> • Política monetária restritiva causa contração da demanda interna em linha com a queda nos rendimentos. • Os formuladores de políticas criam incentivos para os investidores permanecerem na moeda, ou seja, taxas de juros mais altas de modo a compensar o risco de depreciação cambial. 	<ul style="list-style-type: none"> • Os tomadores de decisões de política econômica favorecem as condições domésticas e a política monetária é muito frouxa, adiando a dor e alimentando a inflação. • Os tomadores de decisões de política econômica tentam parar a fuga de capital com controles de capital ou outras medidas.
Suavizando da Desaceleração	<ul style="list-style-type: none"> • Uso judicioso das reservas para suavizar a retirada de capital estrangeiro enquanto trabalha para fechar os desequilíbrios. 	<ul style="list-style-type: none"> • Confia nas vendas de reserva para manter níveis mais altos de gastos.
Gerenciando Más Dívidas ou Defaults (Inadimplências)	<ul style="list-style-type: none"> • Refinanciar as dívidas de empresas superendividadas, compensando a carência de demanda efetiva com o crédito em outro setor de atividade. 	<ul style="list-style-type: none"> • Permite <i>defaults</i> desordenados, provocando um aumento da incerteza e conseqüente fuga de capitais.

Normalmente, leva alguns anos para o país se recuperar. Investidores cujos capitais foram “queimados” no último ciclo de investimentos se tornam muito relutantes em retornar, por isso pode levar algum tempo até os influxos de capital se tornarem fortemente positivos.

Mas os preços dos bens domésticos em dólares e os salários reais caíram com a depreciação da moeda. Então, o país volta a ser um destino atraente para o investimento estrangeiro e o capital externo começa a voltar.

Juntos, maiores exportações e investimentos estrangeiros diretos impulsionam o crescimento. Se os formuladores de políticas públicas protegem e recapitalizam instituições financeiras sistemicamente importantes, por exemplo, bancos públicos, elas podem apoiar uma recuperação.

O país estará de volta à primeira parte do ciclo e iniciará um novo ciclo virtuoso, onde a produtividade e as oportunidades de investimento atrairão capital. Este capital elevará o crescimento e os preços dos ativos, o que atrairá mais capital.

Receitas e gastos são retomados, geralmente, após cerca de um a dois anos. Em seguida, leva cerca de três anos desde o nível alcançado antes da queda até o nível de atividade retornar à média.

O câmbio real está subvalorizado, normalmente, em cerca de 10% em termos de Paridade do Poder de Compra, no início da estabilização. A moeda nacional fica barata e incentiva a exportação.

Os influxos de capital começam a retornar alguns anos depois, em média, levam de quatro a cinco anos. As ações tomam o mesmo período para se recuperar em moeda estrangeira.

Hipótese Central

Ray Dalio reitera sua hipótese: *administrar as crises da dívida é espalhar a dor das dívidas malfeitas – e isso quase sempre pode ser bem-feito se as dívidas estiverem na própria moeda*. Os maiores riscos macroeconômicos, normalmente, não são com as dívidas em si, mas estão no fracasso dos tomadores de decisões de política econômica em *fazer as coisas certas*, devido à falta de conhecimento e/ou de autoridade.

Se as dívidas de um país estão em moeda estrangeira, escolhas muito mais difíceis têm de ser feitas para lidar bem com a situação. As consequências sociais serão mais dolorosas.

Os entendimentos e as autoridades dos tecnocratas variam nos países. Podem levar a resultados socialmente diferentes.

Eles tendem a não reagir com força suficiente até crise ser tornar extrema. Suas autoridades variam em função das regulamentações e dos sistemas de controles dos balanços de cada país.

Nos países onde esses sistemas são tradicionais – e trouxeram outrora muitos benefícios –, há o risco de algumas medidas políticas necessárias não serem implementadas. Elas seriam inconsistentes com as regras e os acordos rígidos preestabelecidos, cujos conservadores defendem.

É impossível escrever as regras de maneira suficiente para antecipar todas as possibilidades futuras. Em contrapartida, não adotando *regras*, mas uma *política discricionária*, é pouco provável até mesmo o formulador de políticas mais bem informado e com maior poder de decisão administrar perfeitamente uma crise.

As circunstâncias imprevistas devem ser respondidas, instantaneamente, quando muito em horas. Atuam dentro de um sistema legal ou regulador sem regras cristalinas.

O sistema de controles e balanços, normalmente uma proteção crítica com muita concentração de energia, pode exacerbar uma crise. Acontece isso ao retardar a tomada de decisões e permitir aqueles com interesses particulares mais restritos o bloqueio das medidas de política econômica necessárias.

Os formuladores de políticas dispostos a tomar as ações ousadas necessárias são tipicamente criticados por todos os lados. Afinal, a política é sempre impopular durante as crises da dívida. As distorções e a desinformação direta são difundidas.

Embora estas grandes crises da dívida possam ser devastadoras para algumas pessoas e certos países, em curto e médio prazo (de três a dez anos), em longo prazo elas se desvanecem sua importância em relação à produtividade. Esta se torna mais sustentada, embora menos aparente porque é menos volátil.

As consequências políticas, por exemplo, o aumento do *populismo de direita*, resultantes dessas crises, pode ser muito mais consequente para o mal-estar do país em lugar das próprias crises da dívida. O *neofascismo* cresce nesse ambiente.

As *tendências das taxas de crescimento* ao longo do tempo foram muito mais importantes em vez dos *solavancos cíclicos* ao longo do caminho. As maiores flutuações vieram mais como resultado de *crises* como nas guerras mundiais em vez das piores *depressões*, embora se possa argumentar essas guerras terem sido causadas pelas *consequências políticas de depressões*.

Princípios para lidar com a Ordem Mundial em Mudança

Depois de seu *best-seller* mundial, *Princípios* (2017), Ray Dalio lançou um novo livro com o título deste tópico, *Principles for Dealing with the Changing World Order* (2021), no qual descobre os ciclos explicativos da ascensão e queda dos grandes impérios, como o holandês, o inglês e o americano. Em nossos dias, aparentemente, estamos testemunhando o declínio dos Estados Unidos e a ascensão progressiva da China como potência dominante.

Argumenta: “se ouvirmos esses ‘sinais’, interpretados sob uma análise comparativa com períodos históricos anteriores, estaremos às portas do nascimento de uma nova ordem mundial”. Sua hipótese é “os tempos vindouros serão radicalmente diferentes daqueles vivenciados até agora, mas serão muito semelhantes a outras etapas da história”.

A história se repete, argumenta Dalio, em um *Grande Ciclo Arquetípico*. Constatou todos os Impérios passarem por:

1. uma *fase de liderança*, crescimento pacífico e prosperidade;
2. uma *fase de perda de competitividade e produtividade*, com crise decorrente da super expansão anterior com endividamento; e
3. um *período de declínio*, na forma de perda de poder financeiro, conflitos internos e guerras ou revoluções.

Estes "sinais" também hoje é possível identificar. Prenunciam a consagração de *uma nova potência mundial*, reiniciando mais uma vez o Grande Ciclo. Dalio reivindica esta descoberta dos padrões de mudança econômica e social.

Seu objetivo é fornecer um modelo arquetípico para analisar todos os ciclos e, assim, entender o momento atual com mais clareza. Para tanto, mediu todas as forças promotoras do desencadeamento de grandes mudanças cíclicas na riqueza e na dinâmica do poder, encontrando padrões capazes de funcionarem como um *efeito dominó* em todos os lugares e atividades, como economia e finanças, cultura e artes, costumes sociais etc.

Os casos individuais se encaixam no arquetipo. Esse é exatamente o objetivo da sua pesquisa: encontrar padrões comuns além de verificar algumas discrepâncias.

O fator determinante ao longo dos tempos e em todos os países foi, acima de tudo, a luta pela criação e distribuição do poder e da riqueza. Em menor grau, Dalio também considera outros aspectos como as ideologias ou a religião terem sido muito decisivos.

Ao longo do tempo e em todos os países, os possuidores de riqueza tendem a ser também os donos dos meios de produção dessa riqueza. Para manter ou aumentar sua riqueza, eles trabalham com as pessoas detentoras do poder político, com quem estabelecem uma relação simbiótica, estabelecendo assim novas leis e regulamentos. Isso aconteceu de maneira semelhante em todos os países ao longo do tempo.

As classes dos ricos e poderosos evoluíram ao longo do tempo, por exemplo, já foram monarcas e nobres como proprietários de terra em uma economia onde a terra era precisamente a fonte mais importante de riqueza. No sistema capitalista atual, a riqueza e o poder são mais determinados pela liderança econômica e/ou política, seja democrática ou autocrática, no quadro de um sistema onde o poder muda de mãos a depender de diferentes critérios não hereditários. De uma forma ou de outra, as formas de cooperar e competir são basicamente as mesmas.

Essa dinâmica leva a uma porcentagem muito pequena da população acumular e controlar porções excepcionalmente grandes

de riqueza e poder. Quando seu domínio se estende demais e excede contra a democracia, é comum os menos poderosos se revoltarem e desencadearem conflitos, revoluções ou guerras civis. Após esses confrontos terminarem, surge uma nova ordem mundial e o ciclo recomeça.

Inicialmente, Ray Dalio descreve brevemente como vê a mecânica arquetípica por trás da ascensão e queda de impérios e seus mercados em funcionamento. Identificou dezoito determinantes principais explicativos de quase todos os processos básicos de expansão e declínio imperial ao longo do tempo.

Esses eventos ocorrem na maioria das vezes por meio de ciclos clássicos com auto reforços mútuos, até criarem um único ciclo poderoso explicativos de altos e baixos. Como modelo arquetípico, o Grande Ciclo descreve e projeta a ascensão e queda de impérios e influencia totalmente a situação dessas potências, por exemplo, suas moedas e mercados, tema de interesse especial para financistas.

Os três ciclos mais importantes são:

1. o ciclo seguido pelos mercados de capitais e dívida de longo prazo,
2. o ciclo da ordem interna (e desordem) e
3. o ciclo da ordem externa (e desordem).

O ciclo de negócios do dinheiro, do crédito e dos mercados de capitais tende a repetir um padrão: muitas obrigações se acumulam, por exemplo, emissão excessiva de títulos de dívida pública, e quando essas dívidas não podem ser pagas com uma moeda nacional forte, um desequilíbrio é criado. Esse padrão histórico foi e continua a ser essencialmente o mesmo.

Portanto, quando cada vez mais pessoas tentam vender seus ativos de dívida, para obter liquidez, mais cedo ou mais tarde, descobrem não poderem porque há muitos ativos de dívida em relação à quantidade de dinheiro disponível. Quando isso acontece, a inadimplência leva os criadores de dinheiro a ganhar até mais.

Por milhares de anos esse ciclo tem sido essencialmente o mesmo. Algo semelhante também ocorre nos ciclos de ordem (e desordem) interna e externa.

Dalio se apresenta como um darwinista ao afirmar: “a *evolução* é a maior e única força permanente do universo”. Ela não é observada, direta e factualmente, mas sabemos: com o tempo, a ordem atual deixará de existir e outros arranjos a substituirão.

A *evolução* é o movimento ascendente em direção à melhoria ocorrida como resultado da adaptação e aprendizado. Em torno dessa evolução existem ciclos com *booms* e quedas relativas.

A evolução permite uma melhoria relativamente suave e constante das coisas, porque a aquisição do conhecimento é mais rápida e intensa se comparada às forças conservadoras do retrocesso. Em vez disso, os ciclos se movem para frente e para trás, oscilando como um pêndulo entre avanços e regressões.

Até a forma de evoluir evoluiu, porque seres humanos encontram melhores formas de criar e inovar. Essa tendência para melhor está presente ao longo da história da humanidade.

Ao longo do tempo, o nosso nível de vida tende a aumentar se adquirimos mais conhecimento, capaz de levar a uma maior produtividade. Mas, ao mesmo tempo, há altos e baixos na economia, porque há *longos ciclos de dívida*. Embora sejam propulsores da atividade econômica, o excesso de endividamento adiante do crescimento da renda move ao ajuste com a produção caindo.

A *produtividade*, vista como evolução da *renda per capita*, impulsionada pela educação e capacidade de inovação, tem melhorado ao longo do tempo, embora a diferentes ritmos. Isto tem sido explicado pelas contribuições especiais de pessoas muito diferentes, mas sempre com as mesmas motivações: a qualidade do ensino, os níveis de inovação, a ética laboral, o dinamismo dos sistemas econômicos etc.

A mudança de ganhos de produtividade mais lentos para mais rápidos deve-se principalmente a melhorias no aprendizado e à conversão desse aprendizado em novas formas de produção.

As amplas melhorias de produtividade, resultantes da evolução sistêmica do capitalismo com conquistas sociais, da ascensão do empreendedorismo e da Revolução Industrial mudaram as estruturas de riqueza e poder. Afastou o mundo da predominância de uma economia baseada na agricultura, na qual a propriedade da terra era a principal fonte de poder – e monarcas, nobres e clérigos articulavam juntos para manter seu controle.

A mudança inicial levou a uma economia baseada na indústria, na qual capitalistas inovadores criavam e controlavam os novos meios de produção de bens industriais. Logo quando consolidaram seu novo poder, eles operaram ao lado dos oligarcas governantes para manter esse sistema no lugar, permitindo-lhes reter riqueza e poder.

Entretanto, desde a Revolução Industrial, desencadeadora dessa mudança, a massificação do Ensino Superior permitiu tecnocratas operarem um sistema no qual riqueza e poder vêm principalmente de uma combinação de educação e inovação, devido à Ciência & Tecnologia. Por sua vez, gerou uma nova aliança de poder entre os dirigentes de governos vindos das castas dos trabalhadores organizados e dos sábios-universitário, questionadores daqueles com o controle maior parte da riqueza.

Hoje, com predominância de serviços urbanos em todos os países desenvolvidos, vale mais coisas digitais sem existência física aparente, por exemplo, processamento de dados e informações. Na prática, ações de *big techs* possuem mais valor e isso cria uma disputa sobre quem obtém os dados ou como eles são usados para criar riqueza e poder.

Para Dalio, esses processos são movidos principalmente por ciclos determinados a partir de relações lógicas de causa/efeito. Por exemplo, as forças do aumento da produtividade, do empreendedorismo e do capitalismo marcaram o curso da história no século XIX, mas também produziram grandes lacunas de riqueza e excesso de dívida em tempos posteriores, levando a crises econômicas e recessões.

Na primeira metade do século XX, essas circunstâncias questionaram o capitalismo com o comunismo e desencadearam grandes conflitos por riqueza e poder, tanto dentro como entre os

países. Vimos como os ciclos de longo prazo operam com avanços e retrocessos.

Ao longo do tempo, a chave do sucesso tem sido a consolidação daqueles sistemas nos quais pessoas bem-educadas operam de forma cívica umas com as outras, desenvolvendo inovações, obtendo financiamento através do mercado de capitais e controlando os meios pelos quais essas inovações se tornam produção. A alocação de recursos tem sido combinados entre o mercado e o planejamento estatal de modo a fazer essas pessoas e os inovadores serem recompensadas com a obtenção de benefícios.

No entanto, no longo prazo, o capitalismo tem levado ao surgimento de brechas de riqueza e oportunidades não aparecidas para todos os cidadãos. Convive com cenários de superendividamento e consequentes recessões econômicas, revoluções e guerras, processos provocadores de mudanças e alterações no cenário nacional e na ordem mundial.

Quase todos esses tempos turbulentos foram devido a lutas por riqueza e poder com conflitos na forma de revoluções e guerras, muitas vezes alimentadas por crises monetárias e de crédito ou devido ao surgimento de grandes brechas de riqueza. Somaram-se a acidentes graves de origem natural como secas, inundações, epidemias etc.

A capacidade de os países enfrentá-los depende de altas taxas de poupança, pouca dívida e uma moeda de reserva forte. Os possuidores desses atributos podem suportar colapsos econômicos e de crédito muito melhor em lugar de países sem muita poupança, com dívidas excessivas e sem uma moeda forte em reserva cambial.

O Ciclo Clássico de Dinheiro e Crédito vem ocorrendo há séculos e séculos. E *a crise de crédito ocorre quando há muita dívida.*

Normalmente, quando o governo central tem de gastar muito dinheiro sem ter arrecadação fiscal suficiente e necessitar pagar suas dívidas, o Banco Central acaba tendo de emitir moeda e/ou conceder crédito generosamente. Isso aconteceu em 2008, em resposta à *crise financeira*, e voltou a acontecer com a pandemia do COVID-19 em reação à *crise econômica*.

Na década de 1930, o colapso da dívida foi a extensão natural do *boom* da década de 1920. Em vez de um estímulo ao crescimento, para superar as consequências econômicas da Primeira Guerra Mundial, houve a degeneração em uma bolha financiada por dívidas, estourada em 1929.

Isso produziu uma Grande Depressão Deflacionária com *armadilha de liquidez*, ou seja, apesar dos juros baixíssimos, ninguém gasta hoje porque os preços estarão mais baixos amanhã.

Levou a um grande aumento nos gastos do governo e a um cenário de empréstimos públicos financiados pelo Banco Central. O estouro da bolha de ações e o consequente colapso econômico foram dois processos marcantes, no período 1930-1945, nas lutas internas e externas por riqueza e poder.

Surgiram grandes disparidades de riqueza e conflitos de modo a levar a mudanças revolucionárias nos programas sociais e econômicos, com grandes transferências de riqueza em diferentes países com socialdemocracia. A luta política daquela época buscava determinar qual sistema – capitalismo ou comunismo, democracia ou autocracia – era melhor.

Sempre há discussões ou conflitos entre os progressistas a favor de promover grandes programas de redistribuição de riqueza e os conservadores opositores a isso. Quando se somam outros fatores, como a ascensão do fascismo da extrema-direita, agravam-se as situações.

A maioria dos ciclos de história acontece basicamente pelos mesmos motivos. Uma bolha financiada pela dívida leva a uma crise nos mercados financeiros, primeiro, e na economia como um todo, depois.

Esses declínios também ocorrem quando há grandes lacunas de riqueza e a população reivindica grandes redistribuições de riqueza. O fascismo e o nazismo reativos contribuíram para uma guerra mundial.

Essas *fases de destruição-e-reconstrução* devastaram os oprimidos, deixaram claro quem eram os poderosos e estabeleceram novas abordagens revolucionárias para construir novas ordens mundiais. Prepararam o terreno para novos períodos de prosperidade

com novas bolhas de dívida e o surgimento de grandes lacunas de riqueza. Levaram a crises de dívida e geraram novas situações de estresse.

Assim começaram os novos processos de destruição e reconstrução no pós-guerras. Conduziram a novas ordens, mas, ao fim e ao cabo, os fortes prevaleceram sobre os fracos, novamente, e assim o mundo seguiu adiante...

Esses períodos de destruição/reconstrução produziram tremendo sofrimento humano, tanto financeiramente quanto, mais importante, em vidas humanas perdidas ou danificadas. No entanto, a história mostrou, em geral, a maioria das pessoas continuar empregada, apesar das depressões; permanecem ilesas, apesar das guerras; e sobrevivem aos desastres naturais, apesar dos transtornos.

Períodos de destruição econômica ou períodos de guerra geralmente não duram muito: eles geralmente se concentram em dois ou três anos explosivos. Embora as crises econômicas às vezes tenham coincidido com revoluções, guerras e desastres naturais, geralmente é difícil os três cenários se concretizarem ao mesmo tempo.

A medida de riqueza e poder considerada por Ray Dalio é uma média de um total de 18 determinantes. Oito são os fatores principais:

- 1) educação,
- 2) competitividade,
- 3) inovação e tecnologia,
- 4) produção de bens e serviços com valor adicionado em renda,
- 5) participação no comércio mundial,
- 6) poderio militar,
- 7) poder como centro financeiro e
- 8) status da moeda nacional.

O aumento da educação leva ao aumento da inovação e da tecnologia. Também leva ao aumento da participação no comércio mundial e ao aumento da força militar. Resulta em uma produção econômica mais forte e promove o poderio do império como um centro financeiro internacional e, ao longo do tempo, contribui ao estabelecimento de sua moeda como moeda de reserva.

A maioria desses fatores permanece forte por um longo período, mas depois declina da mesma forma. A moeda comum de reserva, assim como a língua mais utilizada no cenário internacional, tende a manter seu status, mesmo após o império em questão ter entrado em processo de declínio, pois o hábito de uso perdura por mais tempo em lugar das forças provocadoras da situação de vantagem.

Esse movimento cíclico e inter-relacionado, com uma tendência ascendente ou altista e depois baixista, é o chamado por Dalio de *Grande Ciclo*. Em termos gerais, considera os processos de expansão e retração ocorrerem em três fases.

Primeira é a do *boom*, aquele próspero período de construção iniciado após a consolidação de uma nova ordem mundial. Nesta fase, o país é forte porque tem:

- a) níveis relativamente baixos de endividamento,
- b) lacunas relativamente pequenas em riqueza, valores e considerações políticas,
- c) pessoas trabalhando juntas de forma eficaz para produzir prosperidade,
- d) boa educação e infraestrutura,
- e) liderança forte e capaz, e
- f) coexistência com uma ordem mundial pacífica guiada por uma ou mais potências mundiais dominantes.

A segunda fase é do período caracterizado por excessos manifestados na forma de:

- a) altos níveis de endividamento,

- b) crescentes divisões e desigualdades sociais motivadas por riqueza, valores e questões políticas,
- c) piora da educação e da infraestrutura,
- d) conflitos entre diferentes grupos e classes de pessoas dentro dos países, e
- e) conflito internacional entre um número crescente de países à medida que impérios que estenderam seu poder além do ponto de equilíbrio são desafiados por potências rivais emergentes.

Finalmente, a *fase de declive* é o doloroso período de luta e reestruturação, indutor de grandes conflitos e provocador de grandes mudanças, resultando no traumático processo de estabelecimento de novas ordens internas e externas.

Desta forma, está montado o palco para o que em breve será a nova ordem mundial. Por sua vez, engendrará uma nova jornada de expansão e prosperidade.

Fases do Grande Ciclo

Fase do *Boom*

A fase de *boom* (ou *altista*) começa quando uma série de condições são atendidas. Surge uma liderança capaz de projetar um sistema para aumentar a riqueza e o poder do país.

Uma educação sólida não se limita a ensinar conhecimentos e habilidades. Ela também propicia e cultiva o desenvolvimento de um caráter na sociedade de modo a prevalecer a civilidade e uma ética de trabalho estimulante.

Quanto melhor educação o país tiver, mais intensa será a passagem de uma produção mais básica para outra onde se encontram os produtores inovadores. Incorporam novas tecnologias. A sociedade está aberta para incorporar todos os conhecimentos possíveis, sejam próprios, sejam de outros, a fim de descobrir novas maneiras de fazer as coisas.

Faz os trabalhadores, o governo e o exército seguirem na mesma direção e trabalharem juntos harmoniosamente. Evita golpes de Estado em favor da casta dos militares.

O país em questão torna-se mais produtivo e consegue ser mais competitivo nos mercados internacionais. Tal economia passa a ter um peso maior no comércio global.

Quando um país comercializa mais com o resto do mundo, é obrigado a proteger as rotas dessas relações econômicas para garantir um quadro de segurança para os seus interesses no exterior. Implica em estar melhor preparado contra qualquer ataque estrangeiro, defesa só alcançada quando desenvolver mais *força militar*.

Em termos políticos, as castas dos mercadores, dos oligarcas governantes e dos militares se aliam. Pior, muitas vezes esses conservadores agem contra os interesses reformistas socialdemocratas das castas dos trabalhadores organizados e dos sábios-intelectuais.

Se bem administrado, o círculo virtuoso da fase ascendente leva a forte crescimento da receita fiscal, usada para financiar investimentos em infraestrutura, educação e pesquisa e desenvolvimento. O país se torna um sistema econômico-financeiro capaz de incentivar e capacitar aqueles com capacidade de gerar ou obter riqueza.

Para tanto, o país precisa ter mercado de capitais bem desenvolvido, especialmente, no referente a financiamentos via empréstimos, emissões de títulos de dívida (debêntures) e mercado de ações. Possibilita as Pessoas Físicas converter suas reservas em investimentos financeiros, propícios a financiar a inovação e o desenvolvimento, e/ou associar-se às Pessoas Jurídicas na fortuna (lucros e dividendos) e no infortúnio (perdas e danos).

Todos os grandes impérios desenvolveram um centro financeiro internacional, capaz de atrair e distribuir o capital disponível à cada época. O país expande suas transações internacionais para se tornar o império comercial dominante.

Como cada vez mais transações são denominadas em sua moeda e mais o resto do mundo deseja depositar suas reservas cambiais nessa moeda. Isso permite o país tomar mais dinheiro emprestado com taxas de juros mais baixas diante da cobrada aos outros países.

Essa série de relações de causa-e-efeito faz os eixos de poder, em campos como finanças, política ou militar, se apoiarem mutuamente.

Fase do Auge

No auge, a *fase próxima do pico*, o país sustenta os impulsos responsáveis por sua ascensão, incorpora as recompensas dos sucessos, mas “planta as sementes” do posterior declínio. Com o tempo, as obrigações se acumulam, quebrando as circunstâncias de reforço positivo alimentadores do *boom* no início do ciclo de expansão.

As Pessoas Físicas e Pessoas Jurídicas no país agora rico e poderoso ganham mais, suas estruturas econômicas são mais caras e menos competitivas em relação a outros países, onde há pessoas dispostas a trabalhar mais por menos. Os estrangeiros, naturalmente, copiam os métodos e as tecnologias da potência líder, reduzindo relativamente sua competitividade.

As PF e PJ do país líder ficam mais ricas e começam a não trabalhar tanto como antes. Elas desfrutam de mais lazer, buscam mais diversão, para apreciar a vida inclusive com luxo e ostentação – e se tornam menos produtivas e decadentes em valores morais e esforço.

As pessoas, ao se dar bem, apostam cada vez nos bons tempos continuarem — e se endividam para fazer essa aposta ao antecipar esperada capacidade de pagamento futura. Inflam *bolhas financeiras*.

Nos sistemas capitalistas, os ganhos financeiros são obtidos de forma desigual e as diferenças de riqueza aumentam de maneira progressiva. Elas são auto reforçadas, porque os ricos usam seus maiores recursos para expandir o poder de decisões à vontade.

Buscam influenciar o sistema político, tentando desviá-lo em benefício próprio, e assim conceder aos filhos maiores privilégios, como o acesso a ocupações e/ou nomeações para melhores cargos. Tudo isso gera diferenças cada vez mais fortes de valores morais posições políticas e oportunidades pessoais de ascensão social, dando origem a uma divisão classista entre ricos (“os que têm”) e pobres (“os que não têm”).

Os menos favorecidos sentem o sistema capitalista ser injusto, então, o ressentimento aumenta. Embora o padrão de vida da maioria das pessoas possa continuar a elevar-se, essas divergências e ressentimentos se traduzem em grandes conflitos políticos.

O cenário financeiro do país líder começa a mudar. Sua moeda como reserva cambial, em todo o mundo, possui o privilégio exorbitante de poder continuar a contrair empréstimos em excesso. Enfim, “sua sociedade se torna *consumista* e o financiamento vem dos *comunistas*”. O país acumula grandes dívidas com o resto do mundo.

Embora possa aumentar seu poder de compra, no curto prazo, em médio ou longo prazo implica a saúde financeira do país se enfraquecer e, junto com ela, provocar a depreciação da moeda nacional. Quando o endividamento e os gastos crescem, intensa e excessivamente, suas finanças vão se enfraquecendo, inclusive porque gasta para sustentar conflitos militares internacionais distantes dos interesses de sua população, mas justificado pela indústria bélica para manter o poder do seu Império.

Os custos de manutenção e defesa do Império ficam cada vez maiores diante da receita gerada para sustentá-lo. Manter esse poder mundial gera retornos decrescentes.

Quando os países mais ricos se endividam, tomando empréstimos dos países mais pobres, emergentes e capazes de poupar mais, este é um dos primeiros sinais de mudança nas estruturas de poder e riqueza mundial. Se o Império começa a ficar sem novos credores, os países com acúmulo de sua moeda em reserva internacional começam a procurar uma maneira de vender e liquidar essas posições.

Daí a própria moeda, antes considerada como referência-padrão para o comércio internacional, perde sua atratividade no resto do mundo. Ao ser cada vez menos usada para comprar, poupar, emprestar ou investir, a força do Império começa a declinar.

Fase de Descenso

A *fase de declínio*, em geral, é motivada pela fraqueza econômica interna, bem como por lutas internas ou custosas lutas externas, senão ambas. O declínio do império ocorre gradualmente até aumentar de forma mais repentina.

Quando as dívidas se tornam insustentáveis por insuficiente geração de renda, há uma recessão econômica. O Império não pode mais tomar emprestado o dinheiro necessário para rolar suas dívidas, mas tem grandes dificuldades internas para obter um superávit suficiente para as pagar e enfrenta a escolha entre imprimir mais moeda nacional em depreciação ou deixar de pagar suas dívidas.

A opção mais fácil é imprimir (e depreciar mais) a moeda nacional. Ao desvalorizar a moeda, aumenta o custo de importação, em uma economia aberta, e acelera a inflação.

Nesses momentos, quando o governo luta para se financiar, em más condições econômicas e financeiras, surgem significativas diferenças políticas, de valores morais e de riqueza. Esse “caldo de cultura” motiva um aumento dos conflitos internos entre ricos e pobres, entre diferentes grupos étnicos ou religiosos, entre a esquerda e a direita etc.

O *extremismo político* se manifesta logo na forma de *populismo* (“falar em nome do povo” quando ganhou a eleição por pequena maioria), seja de esquerda, seja de direita. Os militantes de esquerda defendem redistribuir a riqueza, enquanto os adeptos da direita procuram conservar a riqueza nas mãos dos ricos.

Nesta *'fase anticapitalista'*, todos os problemas são atribuídos ao capitalismo, aos empresários, aos rentistas e às elites em geral. Durante esse período, os impostos sobre os ricos costumam aumentar e, quando veem sua riqueza e bem-estar em risco, eles se refugiam seus ativos e moedas em outros lugares (“paraísos fiscais”),

onde se sentem mais seguros. Essas fugas de capitais reduzem as receitas fiscais do país, agravando o ciclo vicioso.

Quando a fuga da riqueza é suficientemente prejudicial, o governo tenta evitar a piora tomando medidas desesperadas. Quem procura uma saída, para evitar perda, entra em pânico.

Essas condições turbulentas prejudicam os investimentos em novos empreendimentos e a produtividade, encolhendo o potencial de geração de renda e causando mais conflitos sobre sua divisão. Líderes populistas se aproveitam dessa ambiente anti *establishment*, prometendo assumir o controle e restaurar a ordem.

A democracia é desafiada. Ela falha em frear a ilegalidade e a opção por um líder populista “contra tudo” parece ser o recurso em última instância.

Se os conflitos internos se intensificam, é possível a eclosão de uma revolução ou guerra civil com a pressuposição de redistribuir a riqueza e mudar abruptamente a ordem existente. O desafio é fazer uma transição pacífica com a manutenção da ordem democrática existente, mas a história mostra muitas vezes ter ocorrido o contrário.

Quando há uma grande potência em ascensão capaz de desafiar a grande potência dominante e a ordem mundial existente, aumenta o risco de eclosão de um grande conflito internacional. Agrava no caso de um conflito interno se desenrolar dentro da grande potência atual. A potência ascendente buscará explorar essa fraqueza interna se tiver armado um exército comparável ao da potência hegemônica.

A defesa exige um forte aumento nos gastos militares, justamente, quando as condições econômicas domésticas do poder se deterioram e é cada vez mais difícil financiar tal expansão orçamentária. Esses conflitos externos geralmente são resolvidos por meio de testes de poder, onde a antiga potência enfrenta uma escolha difícil, dividida entre lutar para manter sua posição ou retirar-se e aceitar seu declínio na arena internacional.

As guerras são terrivelmente caras. Realinham a ordem mundial e a ajustam à nova realidade de riqueza e poder. Os países

dependentes da moeda como reserva e dos títulos de dívida do Império decadente perdem a crença em seu poderio e decidem liquidar tais posições.

O Grande Ciclo termina. Todas essas forças – endividamento, guerra civil ou revolução interna, guerra estrangeira e perda de status da moeda nacional como a moeda padrão de reserva internacional – se alinham e ocorre uma grande mudança na ordem mundial.

Resumo

Em suma, segundo Ray Dalio, uma tendência ascendente de produtividade permite o aumento da riqueza e conduz a níveis de vida mais elevados. Detectam-se, então, ciclos favoráveis em tempos de prosperidade, quando o país é forte, a dívida é baixa, as pessoas trabalham em conjunto de forma eficaz, as lacunas em riqueza ou valores políticos são pequenos, a educação e a infraestrutura são boas, a liderança é forte e capaz, e a ordem mundial é pacífica e guiada por um ou mais poderes dominantes. Estes são *os períodos de bem-estar e felicidade*.

Mas quando os desequilíbrios se acumulam, mais cedo ou mais tarde esses excessos conduzem a períodos de depressão, destruição e reestruturação. As debilidades fundamentais do país são tais de modo a se observar elevados níveis de endividamento e alargamento dos fossos patrimoniais e entre valores políticos.

As diferenças cada vez mais pronunciadas entre pessoas levam elas trabalharem cada vez menos juntas e coesas. Há mudanças para pior na educação e na infraestrutura e uma complexidade crescente associada ao desafio de manter um Império muito grande. Ele também é ameaçado por um número crescente de potências rivais emergentes.

Tudo isso induz um doloroso processo de luta, destruição e reestruturação. Estabelece uma nova ordem ao inaugurar um novo período de avanço.

Essas mudanças, segundo Ray Dalio, se desenrolam por meio de uma *sequência lógica de relações de causa-e-efeito universais e*

atemporais. Como todos esses fatores, seja de crescimento, seja de queda, tendem a se reforçar, mutuamente, não é coincidência grandes lacunas de riqueza, crises de dívida, revoluções, guerras ou mudanças na ordem mundial se apresentarem como “uma tempestade perfeita”.

O Grande Ciclo descreve a ascensão e queda de um Império. Períodos de destruição e reestruturação ocorrem através de depressão, revolução e guerra, derrubam a velha ordem e preparam o cenário para o surgimento de um novo estado de coisas. É um processo geralmente de duração em cerca de dez ou vinte anos, embora as variações possam ser muito maiores.

Em síntese, *o fim do velho e o começo do novo* se avizinha com os seguintes fatores:

- reestruturação da dívida e crise da dívida;
- revolução interna (pacífica ou violenta) levar a grandes transferências de riqueza dos ricos para os pobres;
- guerras externas;
- colapso da moeda;
- nova ordem interna e mundial.

Considerações Finais: Comparativos entre Métodos de Análise de Financistas

David Hume disse em 1740: “se, ao examinarmos vários fenômenos, descobrirmos eles poderem ser resumidos em *um princípio comum* e podermos articular esse princípio a outro, chegaremos finalmente àqueles poucos princípios simples dos quais todo o resto depende”.

Trata-se da questão da possibilidade de atingir *padrões, teorias ou leis gerais* em Ciência Econômica e, de forma mais geral, no domínio das chamadas Ciências Sociais. Significa a possibilidade dessa abordagem “científica” da sociedade com foco em sua economia.

Andrea Salanti, em *The Theory of Business Cycles from a Methodological Perspective* (em Fazzari e outros; 2015), afirma o reconhecimento explícito da necessidade de isolar um aspecto particular do comportamento humano de todas as outras atividades características dele foi uma escolha metodológica arriscada, embora corajosa, sujeita como poderia ter sido (e, de fato, foi) a críticas muito variadas. Foram desde aquelas direcionadas ao realismo dos pressupostos (fundamentos) até as restrições morais a uma disciplina com adoção do cálculo utilitário como o princípio último capaz de reger a ação humana.

Instrumental para tal decisão metodológica foi a representação do agente econômico como um *homo oeconomicus*. Para além dessas críticas antigas, mesmo adotando a atual visão do “homem econômico” como nada mais além da adoção do *princípio da racionalidade*, permanece o problema de justificar as fronteiras disciplinares das várias subdisciplinas da Economia e, mais grave, entre ela e as demais Ciências Sociais, afinal, *o mundo é o todo*.

Um dos principais casos em questão é, sem dúvida, o da Macroeconomia. Sempre representou uma espécie de paradoxo metodológico, dentro da Ciência Econômica, ao esta ser apresentada como *o conjunto das teorias de melhores decisões individuais*.

Mesmo sendo apenas por causa do problema da agregação, as teorias e os modelos macroeconômicos parecem menos rigorosos e teoricamente justificados diante dos seus homólogos microeconômicos. Além disso, devido ao fato de ter de lidar com “análise sistêmica aplicada aos fatos”, na forma de “percepção de senso comum”, “experiência cotidiana” ou “modelagem empírica” pelas mentes humanas, deveria ser mais facilmente acessível por meio de ferramentas conceituais.

Esses modelos macroeconômicos estão tradicionalmente ligados à *tradição empirista*. São adequados para desenvolver *uma análise causal do sistema econômico, considerado como um todo*, análoga à análise causal de sistemas físicos.

Em qualquer caso, a agenda da Macroeconomia, em lugar da Microeconomia, é ditada por circunstâncias vindas de fora da disciplina *strictu sensu*, no caso em estudo, vindas das Finanças. Tem de fornecer diagnósticos e soluções para problemas como o desemprego, a inflação, a baixa produtividade e as crises financeiras, quer estas sejam ou não as questões para as quais a disciplina, em determinada fase do seu desenvolvimento, esteja capacitada para lidar.

Dentro da Macroeconomia, *a questão dos ciclos econômicos* era certamente uma questão necessitada, diante de uma Grande Crise Financeira (GCF), de mais investigação. Atenderam à essa demanda o teórico analítico (Minsky) e o prático empirista (Dalio), ambos oferecendo obras em Finanças, aqui comparadas. Dedicaram-se a apresentar uma abordagem sistêmica financeira e políticas anticíclicas reativas ao *processo de desalavancagem financeira*.

A crença ainda prevalecente na mente de muitos economistas é: “*as teorias macroeconômicas se baseiam em fundamentos microeconômicos*”. Estes, de acordo com os pressupostos neoclássicos, para o bom funcionamento da economia de mercado, partem da premissa da racionalidade individual, de livres preços relativos e de informação perfeita acessível a todos os agentes econômicos.

Um grande problema, contudo, é essas pré-condições sob as quais é possível agregar do micro para o macro quase nunca são satisfeitas. A este respeito, duas respostas possíveis são dadas.

Uma delas é desconsiderar os problemas de agregação, utilizando dispositivos como o *agente representativo*, sustentando esse reducionismo se revelar ilegítimo.

O problema aparecerá quando os modelos macroeconômicos resultantes forem confrontados com evidências empíricas. Independentemente das dúvidas sobre as condições de agregação, a *ficção do agente representativo* impede a Macroeconomia explorar toda as ideias das Finanças, baseadas em agentes econômicos em condições díspares, uns credores, outros devedores.

Outra resposta é os problemas de agregação prejudicarem a pesquisa de microfundamentos. Por essa razão, os economistas deveriam, em vez de agregar, procurar sim *regularidades no nível macro*, ou seja, adotar o *método top-down em lugar do bottom-up*.

Tais padrões não devem ser detectados por *indução*, por mais dados estarem disponíveis, porque os processos pelos quais os dados são recolhidos e agregados subordinam-se a conceitos teóricos. Torna quase inevitável ter de recorrer a argumentos baseados na adequação dessa teoria à explicação de alguns fatos "estilizados".

Na verdade, a fim de perceber (e antecipar com o portfólio adequado) o *comportamento cíclico de um sistema econômico-financeiro complexo*, nas suas contribuições sobre esse assunto, Ray Dalio, de maneira empírica, investigou as propriedades de vários modelos. Neles, o comportamento não linear das variáveis relevantes foi obtido através da introdução de uma descontinuidade de mudança de regime em diferentes sub-modelos, ou seja, em *pontos de ruptura*.

Do ponto de vista analítico, sua abordagem requereu:

- 1) a identificação de uma demarcação da fronteira entre dois regimes diferentes;
- 2) a especificação das funções afetadas quando o limite é atingido;
- 3) o estudo da dinâmica (cíclica) de tal sistema complexo.

Assim, em sua contribuição para uma Teoria do Ciclo de Negócios encontramos uma *mudança de regime* de acordo com

ideias-básicas de Hyman Minsky, pertencente à *tradição keynesiana financeira*. Porém, Dalio não evitou apontar *um comportamento explosivo do sistema capitalista*, conclusão obtida ao assumir uma mudança nos parâmetros do sistema emergente de diversos componentes, inclusive sociológicos e políticos.

Tal descontinuidade poderá dever-se a uma alteração nos Ciclos de Grande Dívida, quer nas *regras de política governamental*, quer no *comportamento de agentes econômicos*. Suas decisões financeiras são influenciadas por outras variáveis, como a taxa de câmbio, a taxa de inflação, a taxa de juro, a taxa de desemprego ou a taxa de crescimento da renda.

A explicação desta mudança de regime foi encontrada em *restrições institucionais e/ou sociais*, e não nas “restrições físicas”, típicas da antiga abordagem de “tetos e pisos” – esgotamento da capacidade produtiva ou grande ociosidade na sua utilização – da Teoria do Ciclo de Negócios convencional. Esta não destaca nem moeda nem bancos, ou seja, as Finanças inseparáveis das decisões.

A Teoria dos Ciclos Econômicos, elaborada tanto por Minsky (*bottom up*) quanto por Dalio (*top down*), é uma forma de lidar com a complexidade na qual está inserida a atividade econômico-financeira como um dos múltiplos componentes. Permite os parâmetros do modelo mudarem ao longo do tempo.

As reações dos economistas a essa complexidade têm sido bem diferentes. Alguns estudiosos seguiram o caminho de manter as coisas simples, assumindo assim uma imagem aceitável da Macroeconomia ser obtida pela soma de peças microeconômicas atomísticas.

Embora essa visão tenha sido altamente influente, Andrea Salanti (em Fazzari e outros; 2015) apresenta as fraquezas metodológicas de tal abordagem, caso se queira testá-la empiricamente ou caso se avalie sua lógica intrínseca. É melhor aceitar a inevitável complexidade da Macroeconomia e prosseguir com a análise agregada, ou seja, *uma abordagem sistêmica financeira*.

Jan Toporowski (idem) argumenta Hyman Minsky ser mais corretamente visto como pertencente à abordagem do ciclo

econômico de Michal Kalecki e Joseph Schumpeter, em vez de seguir John Maynard Keynes. Reconheceu “o núcleo da *Teoria Geral* é a razão financeira pela qual o investimento é tão propenso a flutuar” (Minsky, 1975, p. 94).

Embora visto como um prócer pós-keynesiano, ele não é fundamentalista, porque criticou Keynes por incluir a taxa de juros no preço de oferta de capital. De acordo com Minsky, a função adequada da taxa de juros é descontar os retornos futuros sobre o investimento (1975, pp. 98-99), ou seja, representa o custo de oportunidade diante dos futuros retornos esperados.

Minsky contribuiu para o avanço analítico dos economistas com uma Teoria do Ciclo Econômico baseada em Finanças, inclusive sugeriu os pontos de virada serem *endógenos*. São causados por mudanças nas posturas financeiras ao longo do processo de investimento, em vez de ser por “deslocamentos” exógenos, comumente chamados de “choques de preços relativos”.

Houve a recuperação por Minsky da Teoria dos Lucros elaborada por Kalecki: nela, os lucros das empresas são determinados pelo investimento empresarial em uma economia fechada sem governo. Se estas limitações forem removidas, as conclusões serão as mesmas, mesmo sendo um pouco mais complicadas.

Se os trabalhadores gastam todos os seus rendimentos no consumo, então, os capitalistas receberão como receita de vendas os seus custos (salariais) de produção. Para obterem lucros monetários, os capitalistas têm de gastar, para além desses custos salariais, em investimento e/ou no seu próprio consumo.

Mas Minsky foi além dessa Teoria dos Lucros kaleckiana para sua Teoria da Fragilidade Financeira se tornar totalmente endógena. Esse algo mais é uma propriedade peculiar do investimento empresarial.

As Pessoas Jurídicas tomam dinheiro em seu passivo como fosse o depositado em “entesouramentos” de Pessoas Físicas, garantidos pelos bancos credores. As PJ o transforma em rendimentos, inclusive para as PF (famílias) consumirem, se o

investimento for realizado utilizando recursos externos à empresa, além dos seus fundos próprios.

Se o investimento for realizado com dinheiro emprestado, então, *o processo de investimento transforma o crédito em rendimento*. Esta capacidade de geração de renda pelos capitalistas é tributada pelo imposto sobre o valor adicionado (IVA), usado para pagar as despesas do governo.

Minsky chegou a uma conclusão altamente original: o investimento não determina apenas o nível de produção e de emprego, como argumentaram Keynes e Kalecki. Determina também até qual ponto, na economia em geral, os rendimentos são capazes de cumprir as obrigações da dívida. Levou os passivos em consideração!

Uma determinada rede de *estruturas de passivos* (dívidas), em uma economia de mercado, em qualquer momento, exige a realização de um determinado valor nominal de investimento. É a possibilidade dessas dívidas serem pagas conforme exigido nos contratos.

Um nível mais elevado de investimento cria lucros adicionais e aumenta o capital próprio ou as reservas possuídas pelas empresas. Um nível mais baixo de investimento provoca uma incapacidade de pagar dívidas a partir do rendimento e, portanto, leva ao *refinanciamento Ponzi*, ou a empréstimos para gerir os compromissos de dívida existentes.

O investimento financiado pela dívida aumenta o rendimento hoje, mas implica um valor de investimento mais elevado no próximo ano para as obrigações da dívida serem cobertas pelo rendimento. O dinamismo necessita ser mantido para os pagamentos das dívidas!

As flutuações no investimento aparecem, portanto, em uma economia de crédito, como *flutuações entre empréstimos sólidos ou insustentáveis*. Da mesma forma, o sistema bancário ou financeiro oscila entre bons e maus empréstimos, de uma *forma pró-cíclica*, de acordo com o nível de investimento.

Esta análise, segundo Jan Toporowski, é a base do livro de Minsky publicado em 1986, *Stabilizing an Unstable Economy*. O livro

documenta a ruptura final de Minsky com a metodologia do equilíbrio parcial à qual Keynes regressou na sua *Teoria Geral*. Levou os economistas atualizados de volta à análise do *ciclo econômico com base em Finanças*.

Não à toa, se Keynes ficou conhecido com um teórico da Seleção da Carteira de Ativos, a Minsky coube a alcunha de “teórico dos passivos”. Foi o teórico mais notável, na segunda metade do século XX, a contemplar o *papel-chave do endividamento*.

Já a Teoria dos Ciclos Econômicos, apresentada por Ray Dalio, no século corrente, é uma forma de *incorporar complexidade à modelagem econômica*. Permite os parâmetros do modelo mudarem ao longo do período de um ciclo.

O ciclo econômico é um método de análise econômica capaz de superar a ultrapassada *análise do equilíbrio geral*. Também desafia o método de *equilíbrio parcial* ao permitir a análise de “equilíbrios” múltiplos, ou melhor, configurações dinâmicas dentro de uma determinada economia.

A velha noção de origem newtoniana, no século XVIII, de “centro de gravidade” em equilíbrio “já deu!”. Não consegue mostrar como uma conjuntura, ou conjunto de circunstâncias econômicas, conduz sistematicamente a outra em alternâncias de *booms, crashes* e recessões.

A integração de estruturas financeiras complexas na análise do ciclo econômico é uma das grandes questões, senão resolvidas pela economia financeira moderna, pelo menos avançada por Ray Dalio. Apesar do renascimento da discussão em torno desta questão, desde a crise de 2008, *a questão do equilíbrio se recusa a morrer* em mentes ortodoxas ou conservadoras.

Ela já morreu, há muito tempo, na Física moderna, seja pela Teoria da Relatividade, seja pela Abordagem da Complexidade Sistêmica. Porém, a Economia neoclássica do *mainstream* permanece fincada em análise das condições adequadas de livre-mercado para atingir um hipotético equilíbrio. É pura ideologia – e não ciência.

A Lei da Gravidade de Isaac Newton está relacionada ao *princípio de equilíbrio*. Esse princípio é associado ao conceito de

equilíbrio gravitacional, quando as forças de atração mútua estão em equilíbrio, resultando em movimentos estáveis.

Essa ideia de equilíbrio foi adotada como *uma camisa-de-força para vestir estudantes de Economia*. No entanto, assim como na Física, a aplicação direta do conceito de equilíbrio na Economia é limitada, devido à complexidade dos fatores envolvidos. Por exemplo, há mudanças nas preferências dos consumidores, nas decisões dos produtores e nas influências externas.

A influência da Mecânica e da Lei da Gravidade da Física na Economia está relacionada à busca por analogias e modelos de modo a ajudar a entender e explicar *fenômenos complexos*. Desde a época do Iluminismo e da Revolução Industrial, muitos pensadores buscaram aplicar os princípios científicos da Física de Isaac Newton a várias áreas do conhecimento, incluindo a Economia.

A metáfora de investigação de um suposto “mecanismo” comparava a economia a uma máquina em movimento – recurso também mal utilizado por Dalio. Refletia a crença de assim como as leis físicas regiam o comportamento dos objetos materiais, também poderiam existir leis econômicas condutoras dos fenômenos econômicos.

A Lei da Gravidade, no caso, com sua previsibilidade e aplicabilidade em diferentes contextos, inspirou a ideia de princípios similares poderem ser aplicados ao exame da atividade econômica.

No entanto, a Economia envolve seres humanos, cujas ações, decisões e emoções não se comportam de maneira tão previsível quanto os objetos físicos. Embora as analogias tenham sido úteis para construir modelos econômicos, baseados em generalização de racionalidade para todos os agentes econômicos, e entender algumas dinâmicas, já passa da hora reconhecer as limitações dessas comparações e considerar a complexidade única da Economia como uma Ciência Social.

Em contraponto, Ray Dalio, um financista do século XXI em busca de antecipação especulativa do futuro, busca identificar *padrões na história*, possíveis de fornecer *insights* para extrapolar possíveis cenários futuros. Ao analisar tendências históricas em termos de política, economia, tecnologia e sociedade, identifica certos

ciclos, como a ascensão e queda de impérios, avanços tecnológicos recorrentes e mudanças de paradigmas sociais.

Paradoxalmente, o especulador padece da ilusão do grafista. É a extensão gráfica da denominada *Armadilha do Historiador*: o grafista tem sua *ilusão de ordem*. É visualizada em gráficos, pois acredita o preço futuro de alguma ação ser determinado por meio de tendências em curvas nas quais são registradas as oscilações de preço passadas.

Acha O Mercado – um ser sobrenatural pois é, ao mesmo tempo, uma contradição lógica entre onipresença, onipotência e onisciência – possível de ser previsto pelos gráficos. Isto caso o especulador quanto ao futuro seja capaz de *perceber os padrões corretos*.

Um amontoado de números desordenados parecer uma importante tendência capaz de vazar a “reta de suporte” ou a “reta de resistência” e indicar momentos de comprar ou de vender é o vício da onisciência. Ora, *se é onisciente não pode ser onipotente*, afinal se anuncia o futuro perde o poder de o alterar...

Enfim, a vida jamais acontece em linha reta...

O futuro é influenciado por uma série de variáveis complexas e imprevisíveis, então, qualquer previsão é incerta e sujeita a mudanças inesperadas. A expressão “a história se repete” refere-se ao fato de eventos semelhantes ou padrões poderem ocorrer em diferentes momentos da história.

Embora existam alguns padrões recorrentes, *a história não se repete de forma exata*. Contextos, tecnologias, atores e circunstâncias sempre mudam e levam a resultados diferentes.

Podemos (e devemos) *aprender com o passado*, mas cada situação é única. O futuro é influenciado por uma variedade de fatores imprevisíveis.

Existem semelhanças e lições a serem tiradas da história. Porém, não podemos esperar os eventos se desdobrarem exatamente da mesma maneira.

A *armadilha do historiador* é um tipo especial de *ilusão de ordem*. Baseia-se na crença, totalmente sem fundamento, de *a história se repetir*. A repetição ordenada da história permitiria, sem mudanças, previsões corretas.

Os eventos raramente ocorrem como esperam, mas a necessidade de acreditar em ordem é forte demais. Os especuladores, dotados da falsa onisciência, ficam a esperar a mesma configuração de circunstâncias tornar a ocorrer – e eles a anteciparem para ganhar com elas.

Alguns pecadores acham O Mercado sobrenatural estar errado ao enxergar o mundo real pelo avesso. Outros dotados de fé – e com temor do perjúrio – acreditam as fórmulas teóricas sim estarem erradas, afinal, O Mercado jamais erra!

Na verdade, simplesmente, O Mercado é “o que é”, isto é, resultado de múltiplas decisões descentralizadas, descoordenadas, desinformadas uma das outras e conflitantes. O Mercado não é “o que deveria ser”.

Em lugar da Economia Normativa, é mais realista adotar a Economia Positiva com *uma postura reativa diante dos fatos...*

Apêndice: Aplicações das Ideias dos Financistas

Dura Lex Sed Lex: DREX

“Qualquer um pode criar dinheiro, caso consiga fazê-lo ser aceito por todos”
(Hyman Minsky)

Dura lex sed lex, expressão em latim, significa: “a lei é dura, mas é a lei”. Por mais dura possa ser uma lei, ela deve ser cumprida de acordo pacto social democrático de aceitação da maioria legislativa dos representantes dos eleitores terem a aprovado.

O *DREX* é uma CBDC (*Central Bank Digital Currency em inglês*), no caso, a moeda digital de Banco Central do Brasil. O nome do Real Digital vem da sigla D de Digital, R de Real, E de Eletrônico e X de Transação toma-lá-dá-cá.

Um depósito bancário é uma *promissória* (“eu te devo”) do banco, aparecendo no passivo (*deveres*) do balanço do banco e no ativo (*haveres*) do correntista. A promissória é um “passivo contingente” no sentido de o credor (depositante) do banco devedor deter o poder de a transferir com uma “ordem de pagamento” (cheque assinado ou PIX) ou sacá-la na “conversão em papel-moeda” de imediato, no caso de depósito à vista, ou após algum período de espera, no caso depósito a prazo ou de poupança.

Se você assinar uma promissória para o seu filho ainda criança: “Devo trezentos reais a você para ser pago no 4º. dia útil do próximo mês” – e a subdividir em 30 papezinhos no valor de R\$ 10 cada, ele logo fará uso dessa promessa.

É um passivo financeiro seu e um ativo financeiro dele. De onde veio? De sua credibilidade diante da comunidade, afinal, você é uma pessoa conhecida por sua honestidade e suas posses...

Você pode registrá-lo também em dígitos de computador compartilhado no celular de seu filho. A memória, para ser aceita como prova da mesada, caso precise ir a um tribunal, sugere adotar o método de registrar como determinado por lei, tradição e tecnologia, mas isso não muda a natureza da *promissória monetária*.

Você precisa ter R\$ 300 em papel-moeda já no bolso para emitir a promissória? Não, só na data de vencimento, embora se os membros da comunidade souberem você ter dinheiro em mãos ou fácil acesso a ele aumentará a aceitabilidade dela.

Você tem de “resgatar” sua dívida no 4º. dia útil, quando recebe seu salário, ou então refinanciar sua dívida pelo dobro do valor. Caso seu filho apresente sua promissória para resgate na data ou os credores deles, por exemplo, a cantina da escola, o vendedor de sorvete ou da bola etc., senão fornecer outra promissória aceitável, você deve apresentar papel-moeda ou um cheque para transferir seu depósito bancário. Caso a resgate, seu filho (ou seus credores) devolve(m) o “título de dívida” e você o rasga.

Seu filho, demonstrando instinto para negócio, comprou seu lanche, seu sorvete ou sua bola com sua credibilidade junto à comunidade do bairro ou da escola. Nesse processo, você “criou moeda” a partir do seu crédito de confiança.

Afinal, a moeda criada por você é destruída quando você paga sua dívida. Isso é o dito por Minsky quando diz “qualquer um pode criar moeda”.

Mas para *moeda* virar plenamente *dinheiro* tem de ser aceita por todos os agentes econômicos da Nação como meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor. Por isso, “todo dinheiro é moeda, mas nem toda moeda é dinheiro”...

Uma história real ilustra bem o ponto: *a criação do papel-moeda*. Benjamin Franklin não só foi o “pai fundador” do “sonho norte-americano”, mas também por ter sido um aprendiz de impressor se tornou o “pai do papel-moeda”.

Nem a China nem a Europa adotaram logo o papel-moeda: esse pragmatismo ocorreu sim na América do Norte. Neste continente, as moedas metálicas eram escassas.

As autoridades coloniais em Londres viram a emissão de papel-moeda como flagrante usurpação de seus poderes soberanos pelos colonos. Aí, Benjamin Franklin prometeu: “esse dinheiro será usado com uma estrita ética social – e não por escravistas” [risos].

Quando as colônias unidas precisaram criar um exército, capaz de travar a Guerra de Independência, careciam de recursos monetários para financiá-lo. Logo, emitiram papel-moeda, supostamente lastreadas em reservas de ouro e prata, e impuseram uma grave penalidade para qualquer traidor com a recusa de aceitá-las como moeda!

Depois de 1789, a Constituição proibiu os Estados federativos fazerem essa impressão, mas bancos estaduais foram estabelecidos para assumir a tarefa de financiar seus governos através de emissão de Notas Bancárias. Diante de novas guerras, no século XIX, estes rejeitaram duas tentativas de criação do Banco Central nos Estados Unidos, até o *Federal Reserve* ser criado em 1913, na véspera da I Guerra Mundial, quando os grandes banqueiros buscavam socorrer uns aos outros, percebendo o *risco sistêmico* provocado por bancarrotas de "bancos grandes demais para falir".

Recentemente, repetiu-se a tentativa-e-erro da laranja de "bancos livres" com "moedas privadas". Aconteceu com a "moeda digital" ou *criptoativo*, criado para uso global, levar à existência de um dado ativo (forma de manutenção de riqueza) especulativo, suposta ser uma "moeda privada", mas não passível de multiplicação sistêmica via crédito.

O *bitcoin* atua praticamente só como reserva de valor, pois não tem o poder liberatório de contratos, por lei obrigados de ser liquidados em moeda oficial ou nacional. Por falta de credibilidade na moeda privada digital, qualquer banqueiro não especulador é pragmático e percebe o risco sistêmico em caso de ausência de um Banco Central regulador contrapondo à moeda privada com sua CBDC, no caso brasileiro, DREX.

O DREX será uma moeda utilizada em atacado, para transações de grande porte, dando mais segurança às operações, e no varejo vai funcionar como versão digital de cédulas e moedas metálicas emitidas em espécie. O PIX continuará como ordem de transferência de depósitos à vista. Será possível, por exemplo, comprar um imóvel com pagamento instantâneo via o Real Digital. Deve beneficiar ainda o mercado de investimentos.

Na fase inicial, ele será mais usado por pessoas jurídicas, não chegando em larga escala a pessoas físicas. A infraestrutura de

digitalização escritural permitirá a *tokenização*, isto é, o ato de fragmentar um ativo em diversas porções digitais usando o banco de dados *blockchain*. Essa transformação dá origem a um *token*, a representação digital deste ativo, seja ele dinheiro, um direito ou uma propriedade.

Não existirá diferença entre o real e o DREX, sendo este apenas a representação digital da moeda física. Ele poderá ser trocado por papel-moeda (e vice-versa), e o acesso a essa CBDC será feito por meio de carteiras virtuais (*tokens*) em custódia por um agente autorizado pelo Banco Central, como um banco ou uma instituição de pagamento.

O DREX será o dinheiro digital, porque atuará como reserva de valor, unidade de conta e meio de pagamento. Já o PIX é apenas ordem de transferência de meio de pagamento.

No futuro, poderá ser feito um PIX utilizando o DREX, isto é, ser enviado DREX de um cliente para outro por meio de PIX.

Voltando ao “negócio de pai para filho”, pelo menos em teoria, sua nota promissória emitida para seu filho poderia circular para ele comprar bens e serviços – se os comerciantes vizinhos a considerarem “aceitável”. Os bancos são mais universais em credibilidade em lugar de quaisquer emissores títulos de dívida privados porque o governo lhes dá proteção especial, seja em bons tempos, seja em maus tempos.

No fundo, trata-se apenas de crença em uma convenção, fortalecida pelo tempo dessa crença perdurar. Exceto caso você tenha um “soberano” (Banco Central) te garantindo, suas notas promissórias serão “menos líquidas”. Portanto, a moeda emitida por você será inferior em comparação aos depósitos bancários... *Snif, snif...*

Se um banco é abordado por um bom cliente, ele faz um empréstimo e cria um depósito à vista, creditado em sua conta corrente. Assim, os bancos “criam dinheiro” emitindo suas próprias promessas de pagamentos.

Um empréstimo bancário é criado “do nada” e leva a quatro entradas simultâneas em dois balanços: o balanço do mutuário

registra um aumento de depósitos como um *ativo* e a promissória do mutuário (o empréstimo) como sua responsabilidade como um *passivo*. No balanço do banco, o depósito é um *passivo* e o empréstimo é um *ativo*.

Os bancos obtêm as reservas, através de empréstimos do Banco Central, quando (e se) precisarem delas. Criam depósitos, primeiro, concedendo adiantamentos (créditos) e, depois, procuram reservas.

O Banco Central tem como meta regular a taxa de juros de mercado no nível da anunciada. Como balizadora dos rendimentos dos títulos de dívida pública, esta é sua principal variável de política. Comprando-os (contrapressão de alta) ou vendendo-os (contrapressão de baixa), essas *operações de mercado aberto* são defensivas, porque ele acomoda a demanda por reservas para manter a taxa de juros na meta anunciada.

Atividades Bancárias Comerciais e/ou de Investimento

A *Lei Glass-Steagall*, também conhecida como a *Lei Banking Act* de 1933 nos Estados Unidos, visou separar as atividades bancárias comerciais das atividades de investimento. Ela foi implementada como resposta à Grande Depressão e tinha como objetivo evitar conflitos de interesse e reduzir os riscos associados à mistura de ambas as atividades.

Na Era Neoliberal, iniciada com a eleição de Ronald Reagan nos Estados Unidos (e Margareth Thatcher na Inglaterra), houve a desregulamentação do sistema financeiro. A revogação da *Lei Glass-Steagall* em 1999 levou à consolidação dos bancos comerciais e os bancos de investimento.

Desse modo, essas instituições financeiras passaram a prestar serviços bancários comerciais tradicionais, bem como praticar atividades de investimento e especulação. A crescente interconexão entre mais componentes elevou a complexidade do sistema financeiro norte-americano e resultou em “bancos grandes demais para falir”.

Durante a Grande Crise Financeira (GCF) de 2008, muitos bancos enfrentaram problemas, devido a investimentos arriscados e à

exposição a ativos de baixa qualidade, como títulos lastreados em hipotecas *subprime*. Isso resultou da bolha no mercado imobiliário inflada pela *securitização de hipotecas de alto risco*.

Na década anterior, a *bolha das empresas pontocom* estava mais centrada no setor de tecnologia e na especulação com ações de empresas de internet na NASDAQ. Embora tenha causado turbulência no mercado acionário, não teve o mesmo impacto sistêmico da crise de 2008. Esta revelou as fragilidades e riscos associados à interconexão das atividades bancárias comerciais e de investimento.

Contribuiu para uma cultura de maior risco e especulação, permitindo os bancos se envolverem em práticas arriscadas de empréstimo e investimento. Quando a *bolha imobiliária* estourou, sofreram grandes perdas, levando à crise financeira global.

Hyman Minsky fez distinção entre os modelos de banco comercial tradicional, banco de investimento, banco universal (*multibanco*) ou *holdings* bancárias. No Brasil, adotou-se esse último modelo, mas não se permitiu o *capital financeiro a la* Rudolf Hilferding, isto é, o capital bancário controlar o capital industrial como ocorreu na Alemanha.

Antes da reforma bancária de 1964, as famílias banqueiras brasileiras captavam recursos de terceiros para aplicar em suas próprias empresas. A partir dela, proibiu-se empréstimos bancários à empresa não-financeira cuja família controladora do banco possuísse mais de 10% das ações para evitar concentração de risco no grupo familiar.

Um banco comercial tradicional faz apenas empréstimos de curto prazo garantidos por bens em processo de produção e posterior distribuição. Os empréstimos tendem a ser pagos logo quando as mercadorias forem vendidas.

A ideia é, se os bancos emprestarem apenas contra bens já precificados, seus empréstimos não serão inflacionários. Afinal, não haverá "muito dinheiro em perseguição de poucos bens" se os bens já estiverem com os preços estabelecidos.

A carteira de crédito do banco tem como passivos os depósitos à vista, a prazo e de poupança, emitidos como resgatáveis em curto

prazo. Nesse modelo bancário tradicional, há conexões próximas entre o banco, a oferta monetária e a produção real.

Os bancos comerciais, para financiar o processo produtivo, fazem empréstimos em curto prazo. Essencialmente, a empresa toma empréstimos para capital de giro e o banco adianta o dinheiro como ativo para depois captar passivos.

A empresa mutuária os usa para pagar salários aos trabalhadores e matérias-primas de fornecedores. Quando os produtos acabados são vendidos, paga o banco mutuante.

Os bancos cobram juros sobre empréstimos acima dos pagos sobre depósitos. O *spread* bancário ou “margem líquida de juros” contém os custos administrativos e lucros bancários, a cunha fiscal e uma margem para cobrir as perdas registradas no produto.

Esses bancos comerciais não captam depósitos antes para depois os emprestar. O processo é exatamente o inverso da visão convencional: o banco aceita a promissória da empresa com necessidade de pagar salários e matérias-primas, depois faz um depósito na conta corrente da empresa devedora para suprir sua folha de pagamentos e compras.

Então, o banco ao receber a “nota promissória”, representativa do compromisso de pagar o empréstimo, emite sua própria promissória no depósito. Desse modo, “financia” e depois busca depósitos.

Quando a empresa termina a produção e vende a produção, ela recebe depósitos transferidos pelos clientes compradores e os utiliza para quitar o empréstimo de curto prazo. Aí, a empresa “resgata” a si mesma ao trazer de volta ao banco as “promissórias”, ou seja, o pagamento do empréstimo cancela o depósito anterior concedido a ela.

Embora os empréstimos sejam feitos contragarantias, um banco bem-sucedido em sua avaliação de risco dos clientes quase nunca é forçado a aceitar a garantia. Um banco não deve funcionar como uma casa de penhores, por exemplo, recebendo “um relógio das Arábias em troca de dinheiro”, pois essa “lavagem de dinheiro (sujo)” é crime.

Os empreendedores devem encontrar um banqueiro disposto a adiantar a folha de pagamento dos trabalhadores capazes de produzir o resultado do investimento. Embora os bancos comerciais tradicionais não financiem a compra de bens de investimento, por ser um financiamento em longo prazo, ainda assim eles desempenham um papel relevante no processo de investimento.

Afinal, os bens de investimento são produzidos antes de serem vendidos. Ao conceder capital de giro, a massa salarial dos trabalhadores no setor de bens de investimento é paga. Com isso, os bancos comerciais promovem parte de “o desenvolvimento do capital” da economia, mesmo caso não forneçam realmente financiamento para tomada de posição em bens de investimento.

Randall Wray, didaticamente, faz uma separação entre *a produção de bens de capital*, possíveis de ser financiados por bancos comerciais, e *o financiamento da propriedade deles*, cuja competência é dos bancos de investimento, não dos comerciais. Estes sozinhos não têm a capacidade de financiar todo o “desenvolvimento do capital” do país.

Os bens de investimento tornaram-se excessivamente caros com o surgimento das fábricas modernas, além das ferrovias e demais necessidades de infraestrutura. Nos Estados Unidos, mesmo os “barões ladrões” (ricaços) conseguiam isso só com as economias de suas famílias, ou seja, com *autofinanciamento*.

Por isso, surgiram dois modelos básicos de banco de investimento. Um atua como intermediário, colocando os passivos (títulos de dívida direta) ou ações da corporação junto aos investidores qualificados (*milionários*). O outro detém (“encarteira”) esses títulos e ações – e emite seus próprios passivos para financiar essas compras.

No primeiro caso, o banco de investimento cobra taxas por seus serviços de lançamento. No segundo, sua receita depende do desempenho das ações das empresas compradoras dos bens de investimento. Muitos bancos de investimento combinam os dois modelos.

A atividade do banqueiro de investimento ao financiar as posições de longo prazo em ativos de capital, direta ou

indiretamente, é bastante diferente da atividade bancária comercial. Enquanto os bancos comerciais oferecem depósitos em contas correntes, propiciando converter à vista em papel-moeda, os bancos de investimento vendem ou “encarteiram” ações e títulos de dívida direta (debêntures) com valores futuros incertos.

Quando os preços das ações e títulos entraram em colapso, como ocorreu em 1929 e 2008, muitos bancos de investimentos faliram. As reformas consequentes restringiram severamente os bancos de investimento.

No primeiro caso, a *Lei Glass-Steagall* criou uma clara separação entre as funções de banco de investimento e banco comercial. A ideia era os bancos comerciais serem rigorosamente regulamentados para proteger o dinheiro dos clientes do varejo.

Essa separação permaneceu nas seis décadas seguintes. Ao longo desse tempo, ela foi sendo gradualmente corroída por meio de uma combinação de inovações financeiras para subverter as intenções da lei e, finalmente, pela desregulamentação, pelo desleixo com a supervisão bancária, até a revogação da legislação em 1999 pelo neoliberalismo.

No resto do mundo, as *holdings* bancárias possuíam ambos os tipos de bancos e, de fato, toda a gama de empresas prestadoras de serviços financeiros. Nos Estados Unidos, a separação foi gradualmente removida e os mesmos tipos de abusos, vistos na década de 1920, retornaram. Obteve-se o mesmo resultado: *um colapso financeiro*, ocorrido em 2008. Só.

Política Pública de Emprego contra Pobreza

Segundo a *Carta de Conjuntura* do IPEA (julho de 2023), o crescimento dos indicadores de renda e de população ocupada explica o bom desempenho da massa de rendimentos do trabalho. Tem contribuído para suavizar os efeitos da alta de preços e de juros, principalmente nos segmentos mais dependentes de renda do trabalho.

Adotou-se, no novo governo brasileiro social-desenvolvimentista, um conjunto de *medidas fiscais de transferência*

de renda. Elas exercem um papel importante quanto à massa salarial ampliada por transferências de assistência social e previdência social.

A *massa salarial* é calculada como o rendimento médio do trabalho tanto formal quanto informal, multiplicado pelo número de pessoas ocupadas na economia durante um determinado período. É uma medida do total de fluxos de renda gerada pelo trabalho dos indivíduos.

O registro de *massa salarial ampliada* adiciona à referida massa salarial as transferências de assistência e previdência, realizadas pelos governos, notadamente os pagamentos de:

- i) aposentadorias e pensões do Regime Geral de Previdência Social (RGPS) e dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) dos servidores e militares da União, estados e municípios;
- ii) Benefícios de Prestação Continuada (BPCs) previstos na Lei Orgânica de Assistência Social (LOAS);
- iii) abono salarial;
- iv) seguro desemprego;
- v) Programa Bolsa Família (PBF);
- vi) auxílios e benefícios emergenciais criados quando da pandemia; e
- vii) saques do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS).

Com a possível exceção dos pagamentos dos RPPS, essas transferências são, em sua maioria, destinadas às famílias de baixa renda ou em situação de vulnerabilidade social. Tomando por base os últimos cinco anos, a evolução nominal da massa ampliada em comparação com o IPCA aponta, na maior parte do período, *ganhos reais de poder de compra*. No fim do período, seu crescimento acumulado (46,3%) supera a inflação (34%).

No entanto, observou-se entre agosto e dezembro de 2021, quando as taxas de inflação começam a acelerar, essa massa ter registrado queda em termos reais. A partir de fevereiro de 2022, em ano eleitoral, o populismo de direita propiciou *nova trajetória de*

ganhos reais da massa ampliada sobre o IPCA em aquisições no comércio e de serviços.

Recentemente, lendo no livro de Randall Wray, "Porque Minsky Importa" (2016), sua abordagem da pobreza e do desemprego, eu me surpreendi com a atitude do notável autor pós-keynesiano da Hipótese da Instabilidade Financeira ser inerente à economia capitalista, em relação ao bem-estar social. Ele defendeu inclusive remover quaisquer barreiras ao trabalho, inclusive provisões da Seguridade Social, desencorajadoras dos aposentados procurarem emprego, e taxar o pagamento de benefícios.

Defendia criar *programas de emprego governamental direcionados à infraestrutura* para qualquer pessoa disposta a trabalhar pudesse encontrar um emprego remunerado em vez de depender de *política de bem-estar*. Hyman Minsky chamou sua proposta de "empregador de último recurso", assim como o Banco Central atua como "emprestador de última instância", para os bancos, o Tesouro Nacional forneceria empregos no setor público para aqueles sem conseguir encontrá-los no setor privado.

Exceto no caso de uma política pública ser direcionada para *eliminar o desemprego involuntário*, não se resolveria essa *causa principal da pobreza*. Eliminar o desemprego (e conseqüente pobreza) é essencial para "estabilizar uma economia instável".

Concentrar-se apenas no sistema financeiro e ignorar toda a instabilidade e insegurança associada ao desemprego e à pobreza seria um erro. Igualmente, mais estímulo à demanda agregada, na verdade, só alimentaria *a instabilidade financeira*.

Seria ineficaz qualquer tentativa de "melhorar os trabalhadores", através de mais educação, habilidades e incentivos ao empreendedorismo dos desempregados. Não basta torná-los mais atraentes para os empregadores do setor privado.

Aumentar a "empregabilidade" dos pobres, fornecendo só treinamento sem aumentar a oferta de empregos, apenas redistribuiria o desemprego e a pobreza. Para cada trabalhador mais bem treinado, capaz de conseguir um emprego, um trabalhador menos treinado ficaria desempregado.

Minsky não era contra uma melhor educação e treinamento. Levantou um “ovo de Colombo”: para reduzir o desemprego e a pobreza, precisa-se sim de *mais empregos*.

Seria equivocada a ideia do keynesianismo tradicional: se a economia crescesse em um ritmo suficientemente forte, os empregos apareceriam magicamente. As políticas “keynesianas” para aumentar a demanda agregada a fim de estimular o emprego no setor privado foram adotadas com base na crença de o crescimento econômico aumentar a demanda por mão de obra e, assim, a maré positiva “levantar todos os barcos” dos pobres.

Na realidade, as taxas de pobreza permaneceram rígidas, os salários reais para a maioria dos trabalhadores diminuíram, e os mercados de trabalho e bairros residenciais tornaram-se cada vez mais segregados. Os “ricos” construíram condomínios fechados e os “pobres” foram afastados para aglomerados urbanos subnormais ou precários.

É falaciosa a noção de o *crescimento econômico* em conjunto com *políticas do lado da oferta*, para melhorar os trabalhadores e fornecer incentivos adequados ao trabalho, serem suficientes para eliminar a pobreza. De fato, as evidências sugerem o crescimento econômico favorecer mais os “ricos”, em detrimento dos “pobres”, e aumentar a desigualdade social.

Se uma política pública só se concentrar em preparar trabalhadores para empregos inexistentes falharia em sua missão social. Somente um *programa de empregos direcionados*, por exemplo, para cuidados com pessoas (educação, saúde e segurança) e cidades, pagando salários decentes, poderia combater com sucesso a pobreza entre os não-idosos de uma maneira politicamente aceitável.

O estímulo à demanda por si só nunca poderia gerar *empregos para os mais necessitados*: trabalhadores pouco qualificados e afro-americanos. A crença neoliberal de os pobres terem de ser mudados, para “aprenderem a trabalhar”, e a pobreza ser eliminada foi rejeitada por Minsky: faltava-lhes sim *a oportunidade de trabalhar!*

Sem um programa de empregos com *aceitação dos pobres como eles de fato são*, o combate contra a pobreza não teria sucesso.

Correto seria, primeiro, oferecer os empregos e, depois, aumentar as habilidades por meio do treinamento no trabalho.

O desemprego ocorre em função da complexidade do sistema econômico-financeiro – e não das deficiências de seus trabalhadores. São falsas as “soluções” do *lado da oferta*, como assistência social, treinamento, educação e os chamados “incentivos ao trabalho”, embora seja imprescindível a formação educacional, desde o pré-escolar, para quebrar o círculo vicioso da pobreza em longo prazo.

São necessários programas ampliados, aprimorados e modernizados de *pagamentos de transferência de renda* para idosos, enfermos, deficientes e crianças carentes. Mas a estratégia estruturalista contra a pobreza seria *programas para oferecer empregos públicos* e eliminar a pobreza entre aqueles com desejo e capacidade de trabalhar.

As mudanças tecnológicas e outras estruturais, nos mercados de trabalho, superariam qualquer capacidade de *educar e retrainar* trabalhadores deslocados para os tipos de empregos sofisticados existentes. Empregos públicos multiplicariam sim a renda.

São ilusórias políticas “keynesianas” para promover o pleno emprego dependentes de um ambiente de negócios favorável para estimular os gastos privados de investimento e induzir o consumo por meio do multiplicador de gastos. Incentivos fiscais ou desonerações tributárias exacerbam a desigualdade social, as altas rendas de capital levam ao consumo opulento dos ricos e ao consumo emulador dos menos ricos, a alta tecnologia só gera demanda por mão-de-obra qualificada e bem remunerada.

A defesa “keynesiana” de um *boom* de investimento financiado por *dívida privada* também seria insustentável, em médio e longo prazo, porque promoveria a instabilidade financeira. Em contraste, uma expansão liderada pelos gastos produtivos do setor público poderia aumentar a estabilidade ao fornecer *títulos de dívida pública com risco soberano*, emitidos quando o orçamento se tornar deficitário.

Enquanto os formuladores de políticas continuarem a favorecer as estratégias de investimento privado, não haverá avanços sustentados na guerra contra a pobreza ao longo do ciclo econômico.

Seria uma política “*stop-go*”: o desemprego cairia no *boom*, mas retornaria na recessão, provocada pelo combate à inflação. Um governo soberano, ignorando *preconceitos neoliberais*, pode aumentar seus gastos com salários, mesmo com déficit orçamentário, sem aumentar o risco de insolvência e inadimplência.

Bibliografia

CRISTINI, Annalisa; FAZZARI, Steven M.; GREENBERG, Edward; LEONI, Riccardo (Eds.). *Cycles, Growth, and the Great Recession: Economic Reflections in Times of Uncertainty*. Routledge; 2015.

CYNAMON, Barry Z.; FAZZARI, Steven; SETTERFIELD, Mark; KUTTNER, Robert. *After the Great Recession: The Struggle for Economic Recovery and Growth*. Cambridge University Press; 2012.

DALIO, Ray. *Princípios*. Editora Intrínseca; 2018.

DALIO, Ray. *Economic Principles*. Bridgewater Associates, LP; 2015.

DALIO, Ray; KRYGER, Steven; ROGERS, Jason; DAVIS, Gardner. *Populism: The Phenomenon*. Bridgewater Associates, LP and Daily Observations. March 22, 2017.

DALIO, Ray. *Principles for Dealing with the Changing World Order: Why Nations Succeed and Fail*. Avid Reader Press - Simon & Schuster; 2021.

MINSKY, Hyman P. *John Maynard Keynes*. McGraw-Hill; 2008 (original 1975).

MINSKY, Hyman P. *Stabilizing an Unstable Economy*. McGraw-Hill; 2008 (original 1986).

MINSKY, Hyman P. *Beginnings*. in J. A. Kregel (eds.). *Recollections of Eminent Economists*. Volume 1. The Macmillan Press; 1988 [182-192].

MINSKY, Hyman P., PAPADIMITRIOU, Dimitri B.. *Induced Investment and Business Cycles*. Edward Elgar Publishing; 2005.

MITCHELL, William; WRAY, L. Randall; WATTS, Martin. *Modern Monetary Theory and Practice: An Introductory Text*. The University of Newcastle; 2016.

MOORE, Basil J. *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge University Press; 1988.

MOORE, Basil J. & SETTERFIELD, Mark. *Complexity, Endogenous Money And Macroeconomic Theory: Essays in Honour Of Basil J. Moore*. Edward Elgar Publishing; 2006.

PAPADIMITRIOU, Dimitri B. (eds.). *Contributions to Economic Theory, Policy, Development and Finance: Essays in Honor of Jan A. Kregel*. Palgrave MacMillan; 2014.

Obras do Autor com *links* para *download*

Fernando Nogueira da Costa – *Aprendizagem Humana com Aprendizagem de Máquina para Abordagem Sistêmica Financeira*. julho 2023

Fernando Nogueira da Costa – *Finanças*. maio 2023

Fernando Nogueira da Costa – *Capitalismo Financeiro Tardio*. maio 2023

Fernando Nogueira da Costa – *Ciclos Históricos Longas Ondas e Tendências Demográficas*. mar 2023

Fernando Nogueira da Costa – *Cartilha de Finanças Pessoais*. 2023

Fernando Nogueira da Costa – Tradução de Clara E. Mattei. *A Ordem do Capital*. nov 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Escrituração do Patrimônio Financeiro*. nov 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Fatos e Dados contra Mentiras Eleitoreiras*. out 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Livro Negro do Desumano*. out 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Rede de Apoio e Enriquecimento* set 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Von Mises e Ciclo de Crédito*. agosto 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Efeito Rede em Sistema de Contabilidade de Riqueza*. agosto 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Cartalismo e Finanças Funcionais*. julho 2022

Fernando Nogueira da Costa – Tradução de *Complexidade e a Arte da Política Pública*. julho 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Tradução de Grande Reversão Demográfica*. julho 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Tempo e Dinheiro em Compras e Vendas a Prazo*. julho 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Bancos: Financiamento e Missão Social*. junho 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Inflação e Transmissão da Política de Juros*. junho 2022

Fernando Nogueira da Costa – *La Banca Brasileira – Sistema Bancário Complexo*. maio 2022.

Fernando Nogueira da Costa - *Liberalismo X Esquerdismo*. abril 2022

Fernando Costa. *O Banqueiro Comunista*. Versão Livro. março 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Diagnóstico do Estado Atual da Economia Brasileira*. fev 2020.

Fernando Nogueira da Costa – *Regras ou Arbítrio na Fixação da Taxa de Juros – Padrões e Ruídos*. fev 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Fontes e Usos de Dados – Renda – Despesas – Dívida – Aplicações*. fev 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Economia como Componente de Sistema Complexo Adaptativo*. fev 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Dívida Pública e Dívida Social*. jan 2022

Fernando Nogueira da Costa – *The Economist – Seis Grandes Ideias*. dez 2021

Fernando Nogueira da Costa – *Economia da Complexidade Comportamental Institucional e da Felicidade* – dez 2021

Fernando Nogueira da Costa – *Segredo do Negócio Capitalista* - nov 2021

Fernando Nogueira da Costa – *Transdisciplinaridade* - out 2021

Fernando Nogueira da Costa - Tradução de Extratos do Livro de Karen Petrou - *Motor da Desigualdade*. 2021

Fernando Nogueira da Costa – *Post-Keynesianism and Horizontalism*. Reedição bilíngue do original publicado em 2001.

Fernando Nogueira da Costa. *Socialismo e Democracia* segundo Schumpeter. setembro 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Evolução Sistêmica Financeira*. setembro 2021

Fernando Nogueira da Costa. Tradução de *Futuro do Emprego*. setembro 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Ortodoxia X Heterodoxia na Economia*. setembro 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Formação e Mercado de Trabalho de Economistas*. setembro 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Economia de Mercado de Capitais à Brasileira*. agosto 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Política e Planejamento Econômico*. julho 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Política Econômica e Planejamento* Volume I. julho 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Política Econômica e Planejamento* Volume II. julho 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Socialismo*. junho 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Conduzir para não ser Conduzido – Crítica à Ideia de Financeirização*. maio 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Estudo do Plano Biden*. Blog Cidadania & Cultura. abril 2021

Thomas Piketty e outros. Tradução de extratos de: *Clivagens Políticas e Desigualdades Sociais*. abril 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Castas e Párias*. Blog Cidadania & Cultura. março de 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Finanças Comportamentais para Trabalhadores*. Blog Cidadania & Cultura; março de 2021.

Fernando Nogueira da Costa. *Cartilha de Finanças Pessoais*. Blog Cidadania & Cultura; março de 2021.

Fernando Nogueira da Costa. *Por Uma Teoria Alternativa da Moeda*. Tese de Livre Docência, defendida 1994 e reeditada em março de 2021.

Fernando Nogueira da Costa. Tradução Comentada do livro de Richard Hildreth. *História dos Bancos*. março 2021.

Fernando Nogueira da Costa. Tradução de Resumo do livro de John Zysman. *Governos Mercados e Crescimento – Sistemas Financeiros e Política Industrial*. fevereiro 2021.

Fernando Nogueira da Costa. *Bancos e Banquetas: Evolução do Sistema Bancário com Inovações Tecnológicas e Financeiras*. janeiro 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Aprendizagem e Ensino de Economia*. dezembro 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Tradução e Resumo da História de Wall Street*. novembro de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Breve História Comparativa de Bancos de Negócios*. Blog Cidadania e Cultura, novembro 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Metodologias em Economia: Apostila com Extratos de Traduções*. outubro de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *O Trabalho: Capital Acumulado*. julho de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Grande Depressão Deflacionária*. junho 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Vamos Salvar o Brasil*. junho de 2020

RAY DALIO e outros. Tradução: *Populismo – Falar em Nome do Povo*. Junho 2020.

RAY DALIO. Tradução: *Crise da Grande Dívida*. 2019.

Fernando Nogueira da Costa. *Mercados e Planejadores Imperfeitos*. Blog Cidadania e Cultura; maio de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Bancos Estatais sob Estado Mínimo*. Blog Cidadania e Cultura; abril de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Pensamento Sistêmico sobre Complexidade*. Campinas Blog Cultura e Cidadania; abril de 2020

Fernando Nogueira da Costa. *Capital e Dívida: Dinâmica do Sistema Capitalista*. março de 2020

Fernando Nogueira da Costa (org.). *Economia em Documentários: Coletânea de Textos para Discussão em Seminários*; março de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Economia em 10 Lições – 2a. Edição* fevereiro de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Economia Monetária e Financeira 2a. Edição* Revista janeiro de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Ciclo: Intervalo entre Crises*. 2019

A Professora (Maria da Conceição Tavares) e seu Livro. 2019

Fernando Nogueira da Costa. *Estado da Arte da Economia*. 2019

Fernando Nogueira da Costa. *A Vida está Difícil. Lide com Isso*. 2019

Fernando Nogueira da Costa. *Cartilha de Finanças Pessoais*. 2019.

Fernando Nogueira da Costa. *Crônicas Econômicas: debater, bater rebater e combater*. 2018

Fernando Nogueira da Costa. *Pensar o Brasil no século XXI*. 2018

Fernando Nogueira da Costa. *Intérpretes do Brasil*. 2018

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Sociologia e Comportamentos*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Política*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – História Geral*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – História dos Povos*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – História do Brasil*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Finanças*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Economia Mundial*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Economia*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Ciência e Filosofia da Mente*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Biografia e Futebol*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Arte de Comunicar*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Arte do Roteiro*

Fernando Nogueira da Costa – *Complexidade Brasileira: Abordagem Multidisciplinar*

Fernando Nogueira da Costa – *Métodos de Análise Econômica*

Fernando Nogueira da Costa – *Ensino de Economia na Escola de Campinas – Memórias*

Fernando Nogueira da Costa. *Bancos Públicos no Brasil*. São Paulo: Editora FPA - Coleção FENAE; 2016.

Fernando Nogueira da Costa – *Ensino e Pesquisa em Economia*

Costa, F.N. (coord.), Costa, C.A.N., Oliveira, G.C. – *Mercado de Cartões de Pagamento no Brasil* – 10.09.2010

Fernando Nogueira da Costa – *Banco do Brasil 200 Anos 1964-2008*

Sobre o Autor

Fernando Nogueira da Costa é Professor Titular do IE-UNICAMP, onde é professor desde 1985.

Participou da direção estratégica de empresa pública como Vice-presidente de Finanças e Mercado de Capitais da Caixa Econômica Federal, entre fevereiro de 2003 e junho de 2007. No mesmo período, representou a Caixa como Diretor-executivo da FEBRABAN - Federação Brasileira de Bancos.

Publicou os livros *Ensaio de Economia Monetária*, em 1992, *Economia Monetária e Financeira: Uma Abordagem Pluralista*, em 1999, finalista do Prêmio Jabuti, *Economia em 10 Lições*, em 2000 – esses dois com segunda edição digital –, *Brasil dos Bancos*, em 2012 pela EDUSP (Primeiro Lugar no XVIII Prêmio Brasil de Economia do COFECON - Conselho Federal de Economia em 2012 e finalista do Prêmio Jabuti 2013 na área de Economia, Administração e Negócios), *Bancos Públicos do Brasil (FPA-FENAE, 2016)*, *200 Anos do Banco do Brasil: 1964-2008* (2008, edição eletrônica), *Métodos de Análise Econômica* (Editora Contexto: 2018); *Ensino de Economia na Escola de Campinas: Memórias* (IE-UNICAMP: 2018); *Complexidade Brasileira: Abordagem Multidisciplinar* (IE-UNICAMP; 2018). Disponibiliza em seu blog mais de noventa livros digitais de sua autoria ou de traduções. Escreveu muitos capítulos de livros e artigos em revistas especializadas. Coordenou e escreveu capítulos do livro sobre *Mercado de Cartões de Pagamento no Brasil* (ABECS).

Palestrante com inúmeras palestras em Universidades, Sindicatos, Associações Patronais, Bancos etc. Coordenador da área de Economia na FAPESP de 1996 a 2002.

Publicou artigos em jornais de circulação nacional. Atualmente, posta em conhecidos sites como GGN, Fórum 21 e A Terra é Redonda.

Seu blog (<http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/>), desde 22/01/2010, recebeu mais de 9,9 milhões visitas.