

# 1

## A crise financeira global de 2008

LUIZ CARLOS BRESSER-PEREIRA

A crise financeira global de 2008 provavelmente representará uma virada na história do capitalismo. Por que aconteceu? Terá sido inevitável, dada a natureza instável do capitalismo, ou foi consequência de desdobramentos ideológicos perversos havidos desde a década de 1980? Como o capitalismo é um sistema econômico essencialmente instável, existe a tentação de dar resposta afirmativa a essa pergunta, mas isso seria um erro. Neste capítulo resumirei a grande mudança ocorrida nos mercados financeiros mundiais após o fim do sistema de Bretton Woods em 1971 e associarei a crise à *financeirização* e à hegemonia de uma ideologia reacionária — o *neoliberalismo*. A *financeirização* é aqui entendida como um arranjo financeiro distorcido, baseado na criação de riqueza financeira artificial, ou seja, riqueza financeira desligada da riqueza real ou da produção de bens e serviços. O neoliberalismo, por sua vez, não deve ser compreendido apenas como um liberalismo econômico radical, mas também como uma ideologia hostil aos pobres, aos trabalhadores e ao Estado de bem-estar social.

Segundo, sustentarei que esses desdobramentos perversos e a desregulação do sistema financeiro, combinados com a recusa a se regular inovações financeiras posteriores, foram os fatos novos históricos que causaram a crise. O capitalismo é intrinsecamente instável, mas uma crise tão profunda

e prejudicial quanto a atual era desnecessária: poderia ter sido evitada se um Estado democrático mais capaz tivesse resistido à desregulação dos mercados financeiros. Terceiro, examinarei sucintamente o problema ético envolvido no processo de financeirização, qual seja, a fraude, que era um de seus aspectos predominantes. Quarto, discutirei as duas causas imediatas da hegemonia neoliberal: a vitória do Ocidente sobre a União Soviética em 1989 e o fato de a economia e a teoria econômica neoclássicas terem se tornado o *mainstream* e proporcionado bases “científicas” à ideologia neoliberal. Mas essas causas não bastam para explicar a hegemonia do neoliberalismo. Assim, em quinto lugar, tratarei da coalizão política dos *rentistas* e dos *financistas* que mais se beneficiaram da hegemonia neoliberal e da financeirização.<sup>1</sup> Sexto, indagarei o que sobrevirá à crise. Apesar da reação rápida e firme de governos de todo o mundo, usando a economia keynesiana, nos países ricos, onde a alavancagem era maior, suas consequências serão danosas por anos, especialmente para os pobres. Mas encerro em tom otimista: como o capitalismo está em constante mutação e o progresso ou desenvolvimento é parte de sua dinâmica, o sistema provavelmente mudará na direção correta. Não só o investimento e o progresso técnico são intrínsecos ao sistema como também o são, o que é mais importante, políticas democráticas — o uso do Estado como instrumento de ação coletiva por meio de governos eleitos pelo voto popular —, que freiam ou corrigem constantemente o capitalismo. Nesse processo histórico, as demandas dos pobres por melhores padrões de vida, maior liberdade, maior igualdade e maior proteção ao meio ambiente se encontram em conflito constante e dialético com os interesses do *establishment*. Essa é a causa fundamental do progresso social. Em alguns momentos, como nos últimos 30 anos, a política conservadora revela-se reacionária e a sociedade retrocede, mas, mesmo em períodos como esse, alguns setores progridem.

---

<sup>1</sup> Não se deve confundir os capitalistas rentistas com os rentistas clássicos, que derivam seus rendimentos da renda de terras mais produtivas. Os capitalistas rentistas são simplesmente capitalistas inativos — acionistas que não trabalham nas empresas de que são proprietários, ou não contribuem para seus lucros e sua expansão. Financistas são os executivos e operadores que gerem a organização financeira ou negociam em seu nome, auferindo salários e bonificações por desempenho.

## Dos 30 anos dourados à era neoliberal

A crise global de 2008 começou como costumam começar as crises financeiras em países ricos, e foi causada pela desregulação dos mercados financeiros e pela especulação selvagem que essa desregulação permitiu. A desregulação foi o fato histórico novo que abriu as portas para a crise. Uma explicação alternativa sustenta que a política monetária do US Federal Reserve Bank depois de 2001/2002 manteve as taxas de juros baixas demais por tempo demais, o que teria levado ao grande aumento da oferta de crédito necessário para produzir os elevados níveis de alavancagem associados à crise. Entendo que a estabilidade financeira exige limitar a expansão do crédito, enquanto a política monetária prescreve manter a expansão do crédito durante as recessões, mas não se pode inferir que a prioridade atribuída a esta última tenha “causado” a crise. Trata-se de uma explicação conveniente para macroeconomistas neoclássicos, para quem apenas “choques exógenos” (uma política monetária equivocada, no caso) são capazes de causar uma crise que, do contrário, os mercados eficientes evitariam. A política de expansão monetária conduzida por Alan Greenspan, presidente do Federal Reserve, pode ter contribuído para a crise. Mas as expansões de crédito são fatos comuns que nem sempre levam a crises, ao passo que uma desregulação profunda como a que se deu na década de 1980 é um fato histórico novo de monta que explica a crise. O erro de política que Alan Greenspan reconheceu publicamente em 2008 não se relacionava à sua política monetária, mas ao apoio que deu à desregulação. Em outras palavras, Greenspan reconheceu a captura do Fed e dos bancos centrais em geral por um setor financeiro que sempre exigiu a desregulação. Como observou Willem Bouter (2008:106) num simpósio posterior à crise, realizado no Federal Reserve Bank, os grupos de interesse ligados ao setor financeiro não se dedicam a corromper as autoridades monetárias, mas essas autoridades internalizaram “como que por osmose, os objetivos, interesses e percepções da realidade adotados por interesses privados que deveriam regular e monitorar em nome do interesse público”.

Em países em desenvolvimento, as crises financeiras costumam ser crises de balanço de pagamentos ou monetárias e não crises bancárias. Embora os atuais e elevados déficits em conta-corrente dos Estados Unidos, associados

aos elevados superávits em conta-corrente dos países asiáticos em crescimento acelerado e de países exportadores de commodities, tenham causado um desequilíbrio financeiro global ao enfraquecerem o dólar norte-americano, a atual crise não se originou desse desequilíbrio. A única ligação entre o desequilíbrio e a crise financeira está em que os países que apresentavam elevados déficits em conta-corrente eram também aqueles em que empresas e famílias estavam mais endividados e que terão maiores dificuldades de recuperação, enquanto o contrário se dá nos países superavitários. Quanto maior a alavancagem das instituições financeiras e não financeiras e das famílias de um país, mais severo será o impacto da crise sobre sua economia nacional. A crise financeira geral partiu da crise dos *subprimes*, ou, mais precisamente, de hipotecas oferecidas a clientes de qualidade de crédito inferior que eram depois agrupadas em títulos complexos e opacos cujo risco associado era de avaliação difícil, se não impossível, para os compradores. Tratava-se de um desequilíbrio em um minúsculo setor que, em tese, não deveria ter causado tamanha crise, mas o fez porque nos anos anteriores o sistema financeiro internacional fora tão intimamente integrado em um esquema de operações financeiras securitizadas que era essencialmente frágil, principalmente porque as inovações e a especulação financeiras tornaram o sistema financeiro como um todo altamente arriscado.

A chave para entender a crise global de 2008 é situá-la historicamente e reconhecer ter sido consequência de um grande passo atrás, especialmente para os Estados Unidos. O desenvolvimento capitalista no país foi muito bem-sucedido após sua independência e, desde o princípio do século XX, representou uma espécie de padrão para os demais países; a escola da regulação francesa chama o período que principia naquele momento de “regime fordista de acumulação”. Como, concomitantemente, emergiu uma classe de profissionais liberais situada entre a classe capitalista e a trabalhadora, os executivos profissionais das grandes corporações obtiveram autonomia em relação aos acionistas e a burocracia pública que gere o aparelho do Estado aumentou em tamanho e influência, outros analistas o chamaram de “capitalismo organizado”, ou “tecnoburocrático”.<sup>2</sup> O sis-

---

<sup>2</sup> Cf. Galbraith (1967); Bresser-Pereira (1972); Offe (1985); e Lash e Urry (1987).

tema econômico desenvolveu-se e tornou-se complexo. A produção deslocou-se das empresas familiares para organizações empresariais grandes e burocráticas, dando origem a uma nova *classe de profissionais liberais*. Esse modelo de capitalismo enfrentou seu primeiro grande desafio quando o *crash* da bolsa de 1929 transformou-se na Grande Depressão da década de 1930.

Entretanto, a II Guerra Mundial foi instrumental na superação da depressão, enquanto os governos reagiam à depressão com um sistema sofisticado de regulação financeira que atingiu seu ápice com os acordos de Bretton Woods de 1944. Assim, no rescaldo da II Grande Guerra, os Estados Unidos emergiram como o grande vencedor e o novo poder hegemônico mundial; e mais, apesar do novo desafio representado pela União Soviética, era uma espécie de farol que iluminava o mundo: um exemplo de elevados padrões de vida, modernidade tecnológica e até mesmo de democracia. Desse ponto em diante o mundo experimentou os “30 anos dourados” ou os “30 anos gloriosos” do capitalismo. Enquanto na esfera econômica o Estado intervinha para induzir crescimento, na esfera política o *Estado liberal* transformou-se no *Estado social* ou no *Estado assistencialista*, como garantia de que os direitos sociais se tornassem universais. Andrew Shonfield (1969:61), cujo livro *Modern capitalism* permanece a análise clássica do período, o resume em três pontos: “Primeiro, o crescimento econômico tem sido muito mais estável do que no passado... Segundo, o crescimento da produção no período tem sido extremamente rápido... Terceiro, os benefícios da nova prosperidade foram amplamente difundidos”. A classe capitalista permaneceu dominante, mas agora, além de obrigada a compartilhar poder e privilégios com a classe profissional em ascensão, também se via forçada a repartir suas receitas com a classe trabalhadora e com a classe clerical, ou profissional baixa, transformada numa grande classe média. Mas a ampliação dos direitos sociais garantidos deu-se principalmente na Europa ocidental e setentrional e, nessa região, como no Japão, as taxas de crescimento e as rendas *per capita* convergiram para os níveis encontrados nos Estados Unidos. Assim, ainda que os Estados Unidos tenham mantido a hegemonia política, perderam terreno para o Japão e a Europa em termos econômicos e para a Europa em termos sociais.

Na década de 1970 o quadro se alterou com a transição dos *30 anos dourados do capitalismo* (1949-1978) para o *capitalismo financiarizado*, ou capitalismo encabeçado pelo setor financeiro — um modo de capitalismo intrinsecamente instável.<sup>3</sup> Enquanto a era dourada foi marcada por mercados financeiros regulados, estabilidade financeira, elevadas taxas de crescimento econômico e redução da desigualdade, o oposto ocorreu nos anos do neoliberalismo: as taxas de crescimento diminuíram, a instabilidade financeira aumentou rapidamente e a desigualdade cresceu, privilegiando principalmente os 2% mais ricos de cada sociedade nacional. Embora a redução das taxas de crescimento e lucro ocorrida na década de 1970 nos Estados Unidos e a experiência da estagflação tenham levado a uma crise muito menor do que a Grande Depressão ou a atual crise financeira global, esses fatos históricos novos foram o bastante para levar o sistema de Bretton Woods ao colapso e desencadear a financeirização e a contrarrevolução neoliberal ou neoconservadora. Não foi coincidência que os dois países desenvolvidos de pior desempenho econômico na década de 1970 — os Estados Unidos e o Reino Unido — tenham originado o novo arranjo econômico e político. Nos Estados Unidos, após a vitória de Ronald Reagan nas eleições presidenciais de 1980, vimos a subida ao poder de uma coalizão política de rentistas e financistas, que defendiam o neoliberalismo e a prática da financeirização, em lugar da antiga coalizão capitalista-profissional de altos executivos, da classe média e do trabalho organizado, que caracterizara o período fordista.<sup>4</sup> Assim, na década de 1970, a macroeconomia neoclássica substituiu a keynesiana e os modelos de crescimento substituíram a economia do desenvolvimento<sup>5</sup> como o

---

<sup>3</sup> Ou os “30 anos de glória do capitalismo”, como costuma ser chamado o período na França. Stephen Marglin (1990) foi provavelmente o primeiro cientista social a utilizar a expressão “era dourada do capitalismo”.

<sup>4</sup> Um momento clássico dessa coalizão foi o acordo firmado em 1948 pelo sindicato United Auto Workers e as empresas do setor automotivo, que garantiu aumentos salariais proporcionais aos ganhos de produtividade.

<sup>5</sup> Por “economia do desenvolvimento” designo a contribuição de economistas como Rosenstein-Rodan, Ragnar Nurkse, Gunnar Myrdal, Raul Prebisch, Hans Singer, Celso Furtado e Albert Hirschman. Chamo de “desenvolvimentismo” a estratégia de desenvolvimento encabeçada pelo Estado que resultou da análise econômica e política desses autores.

*mainstream* ensinado nos cursos de pós-graduação das universidades.<sup>6</sup> Não só economistas neoclássicos como Milton Friedman e Robert Lucas, mas os da escola austríaca (Friedrich Hayek) e da escola da escolha pública (James Buchanan) conquistaram influência e, com a colaboração de jornalistas e outros intelectuais públicos conservadores, construíram a ideologia neoliberal com base nas antigas ideias do *laissez-faire* e numa economia matemática que oferecia legitimidade “científica” ao novo credo.<sup>7</sup> O objetivo explícito era o de reduzir os salários indiretos por meio da “flexibilização” das leis de proteção ao trabalho, fossem as que representavam custos diretos para as empresas, fossem as que envolviam a redução dos benefícios sociais proporcionados pelo Estado. O neoliberalismo também procurava reduzir o porte do aparelho do Estado e desregular todos os mercados, principalmente os financeiros. Alguns dos argumentos usados para justificar a nova abordagem foram a necessidade de motivar o trabalho duro e recompensar os “melhores”, a defesa da viabilidade dos mercados autorregulados e dos mercados financeiros eficientes, a alegação de que há apenas indivíduos e não uma sociedade, a adoção do individualismo metodológico ou de um método hipotético dedutivo em ciências sociais e, finalmente, a negação do conceito de interesse público, que só faria sentido se houvesse uma sociedade.

Com o capitalismo neoliberal emergiu um novo regime de acumulação: a *financeirização*, ou capitalismo encabeçado pelo setor financeiro. O “capitalismo financeiro” antevisto por Rudolf Hilferding (1910), em que o capital bancário e o industrial se fundiriam sob o controle do primeiro, não chegou a ocorrer, mas materializaram-se a globalização financeira — a liberalização dos mercados financeiros e um grande aumento dos fluxos financeiros em torno do mundo — e o capitalismo encabeçado pelo setor

---

<sup>6</sup> O ensino de economia nos cursos de graduação é mais correto porque, neles, as expectativas racionais e os modelos que envolvem otimização matemática estão geralmente ausentes.

<sup>7</sup> A economia neoclássica abusou da matemática. Ainda assim, embora seja uma ciência social substantiva, que adota um método hipotético-dedutivo, não deve ser confundida com a econometria, que também faz uso extensivo da matemática, mas, na medida em que se trata de uma ciência metodológica, o faz de forma legítima. Os econométricos costumam acreditar ser economistas neoclássicos, mas na verdade são economistas empíricos que ligam pragmaticamente variáveis econômicas e sociais (Bresser-Pereira, 2009).

financeiro, ou capitalismo financeirizado. Suas três características centrais são: a) um enorme aumento do valor total dos ativos financeiros em circulação no mundo como consequência da multiplicação dos instrumentos financeiros, facilitada pela securitização e pelos derivativos; b) a separação entre a economia real e a economia financeira, com a criação descontrolada de riqueza financeira fictícia em benefício dos rentistas capitalistas; e c) um grande aumento da taxa de lucro das instituições financeiras e, principalmente, de sua capacidade de pagamento de grandes bonificações aos operadores financeiros por sua habilidade de aumentar as rendas capitalistas.<sup>8</sup> Outra maneira de expressar a profunda mudança dos mercados financeiros associada à financeirização é dizer que o crédito deixou de se basear principalmente em empréstimos de bancos a empresas no contexto do mercado financeiro regular, mas passou cada vez mais a se basear em títulos negociados por *investidores financeiros* (fundos de pensão, fundos de *hedge*, fundos mútuos) nos mercados de balcão. A adoção de “inovações financeiras” complexas e obscuras, combinada com um enorme aumento do crédito sob a forma de títulos, levou àquilo que Henri Bourguinat e Éric Briys (2009:45) chamaram de “uma disfunção generalizada do genoma das finanças”, na medida em que uma mistura de inovações financeiras ocultava e ampliava o risco envolvido em cada inovação. Essa mistura, combinada com a especulação clássica, levou o preço dos ativos financeiros a aumentar, ampliando artificialmente a riqueza financeira ou o capital fictício, que se expandiu a uma taxa muito mais elevada do que a da produção, ou riqueza real. Nesse processo especulativo, os bancos tiveram papel ativo porque, como destaca Robert Guttman (2008:11), “a fenomenal expansão do capital fictício foi assim sustentada por bancos que dirigiram muito crédito aos compradores de ativos para financiar suas transações especulativas com alto grau de alavancagem e, portanto, em escala muito ampliada”. Dada a competição vinda dos investidores institucionais, cuja participação no crédito total não deixou de crescer, os bancos comerciais

---

<sup>8</sup> Gerald E. Epstein (2005a:3), que editou *Financialization and the world economy*, define financeirização de maneira mais ampla: “financeirização significa o maior papel dos motivos financeiros, dos mercados financeiros, dos agentes financeiros e das instituições financeiras na operação das economias domésticas e internacional”.

decidiram participar do processo e usar o *shadow bank system*, ou sistema bancário paralelo, que estava sendo desenvolvido para “limpar” de seus balanços patrimoniais os riscos envolvidos nos novos contratos: isso se faz pela transferência a investidores financeiros das inovações financeiras arriscadas, as securitizações, os *swaps* de inadimplência em crédito e os veículos especiais de investimento (Cintra e Farhi, 2008:36). A incrível rapidez que caracterizava o cálculo e a transação desses contratos complexos negociados em todo o mundo foram possíveis, naturalmente, graças à revolução da tecnologia da informação, com o respaldo de computadores poderosos e software inteligente. Em outras palavras, a financeirização foi alimentada pelo progresso tecnológico.

A principal contribuição de Adam Smith à economia foi a distinção entre a riqueza real, baseada em produção, e a *riqueza fictícia*. Marx, no volume III de *O capital*, enfatizou essa distinção com seu conceito de “capital fictício”, que corresponde em linhas gerais ao que chamo de criação de riqueza fictícia e associo à financeirização: o aumento artificial do preço dos ativos como consequência do aumento da alavancagem. Marx referiu-se à expansão do crédito, que, mesmo em seu tempo, fazia com que o capital parecesse duplicar, ou mesmo triplicar.<sup>9</sup> A multiplicação, agora, é muito maior: se tomarmos como base a oferta de moeda nos Estados Unidos em 2007 (US\$ 9,4 trilhões), a dívida securitizada naquele ano era quatro vezes maior, e a soma dos derivativos, 10 vezes maior.<sup>10</sup> A revolução que representou a tecnologia da informação foi, evidentemente, instrumental para essa mudança. E isso, não só por garantir a velocidade das transações financeiras, mas também por permitir complicados cálculos de risco, que, embora não tenham podido evitar a incerteza intrínseca envolvida em eventos futuros, conferiram aos jogadores a sensação, ou a ilusão, de que suas operações eram prudentes e praticamente livres de risco.

---

<sup>9</sup> Nas palavras de Marx (1894:601): “Com o desenvolvimento do capital remunerado a juros e do sistema de crédito, todo o capital parece duplicar-se e, em alguns pontos, triplicar-se, através das diversas maneiras pelas quais o mesmo capital, ou até a mesma titularidade, surge em diversas mãos sob diferentes formas. A maior parte desse ‘capital-moeda’ é puramente fictícia”.

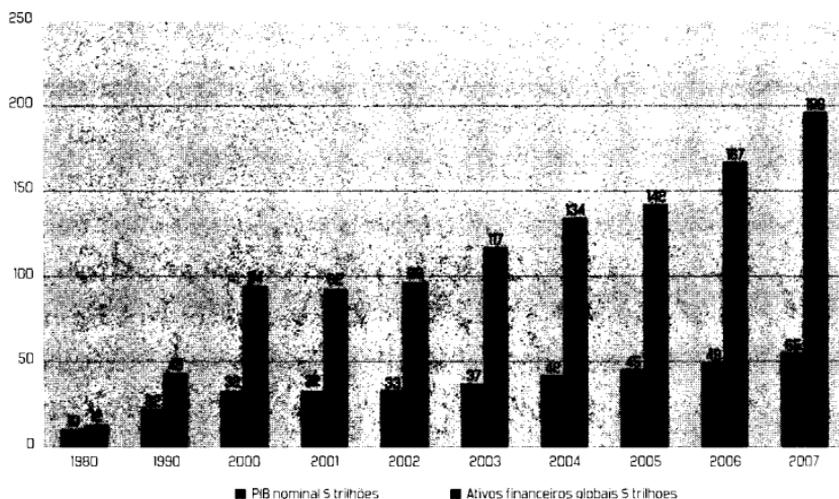
<sup>10</sup> Ver Roche e McKee (2007:17). Em 2007, a soma da dívida securitizada era três vezes maior do que em 1990, e o total dos derivativos, seis vezes maior.

Essa mudança do porte e do modo de operação do sistema financeiro esteve fortemente ligada ao declínio da participação dos bancos comerciais nas operações financeiras e à redução de suas taxas de lucro (Kregel, 1998). O equilíbrio financeiro e de lucros dos bancos comerciais baseou-se, classicamente, em sua capacidade de receber depósitos de curto prazo sem pagamento de juros. Mas, após a II Guerra Mundial, as taxas médias de juros começaram a aumentar nos Estados Unidos por causa da decisão do Federal Reserve de envolver-se mais diretamente na política monetária para manter a inflação sob controle. O fato de a capacidade da política monetária para manter a inflação sob controle ou estimular a economia ser limitada não impediu que as autoridades econômicas lhe atribuíssem elevada prioridade (Aglietta e Rigot, 2009). Com isso, os dias da tradicional prática dos depósitos gratuitos, que era fundamental para a lucratividade e a estabilidade dos bancos, estavam contados, ao mesmo tempo em que o aumento das operações financeiras de balcão reduzia a participação dos bancos no financiamento total. A participação dos bancos comerciais no ativo total detido por instituições financeiras decaiu de cerca de 50% na década de 1950 para menos de 30% na década de 1990. Por outro lado, a competição entre bancos comerciais continuava a aumentar. A reação dos bancos a esses novos desafios foi encontrar fontes alternativas de lucros, como serviços e operações arriscadas de tesouraria. Agora, em vez de emprestar depósitos gratuitos, investiam parte de seus depósitos a juros, que eram obrigados a remunerar em operações de tesouraria especulativas ou arriscadas, ou na emissão de inovações financeiras de risco ainda maior, que substituíram os empréstimos bancários tradicionais. O processo levou tempo, mas no final da década de 1980 as inovações financeiras — especialmente os derivativos e a securitização — haviam se tornado a maneira encontrada pelos bancos comerciais para compensar sua perda de grande parte dos negócios financeiros para investidores financeiros que operavam no mercado de balcão. A partir desse momento, contudo, os bancos viram-se envolvidos num *trade-off* clássico: maiores lucros à custa de maior risco. Sem distinguir a *incerteza*, que não é calculável, do *risco*, que o é, os bancos, adotando as premissas financeiras neoclássicas

ou de mercados eficientes com algoritmos matemáticos, acreditaram ser capazes de calcular o risco com “elevada probabilidade de acerto”. Nisso ignoraram o conceito de incerteza de Keynes e sua consequente crítica a esse cálculo preciso de probabilidades futuras. Os economistas comportamentais demonstraram claramente em testes de laboratório que os agentes econômicos não agem racionalmente, como supõem os economistas neoclássicos, e que as bolhas e as crises financeiras não são apenas o resultado dessa irracionalidade ou do “espírito animal” de Keynes, como sugerem George Akerlof e Robert Shiller (2009). É um fato básico que os agentes econômicos operam num ambiente econômico e financeiro caracterizado pela incerteza — um fenômeno que não é apenas consequência do comportamento irracional, ou da ausência de informações necessárias sobre o futuro que lhes permitam agir racionalmente (como ensina a economia convencional e querem crer os agentes financeiros), é também consequência da impossibilidade de previsão do futuro.

## FIGURA 1

### Riqueza financeira e riqueza real (em US\$ trilhões)



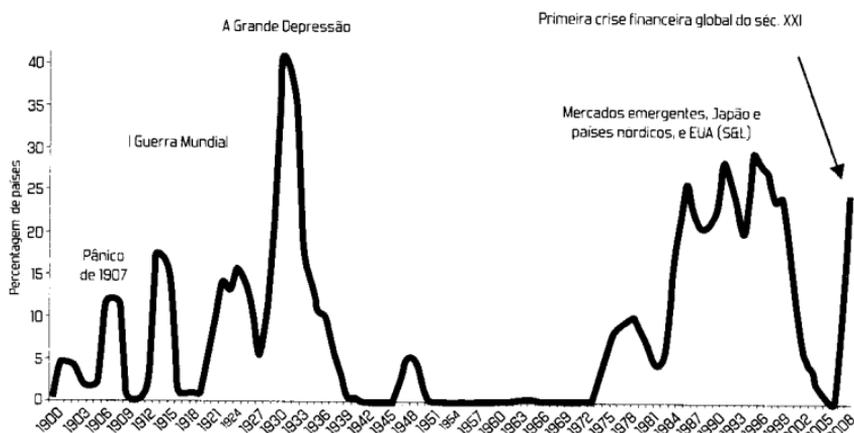
Fonte: McKinsey Global Institute.

Enquanto os bancos comerciais apenas procuravam, ainda que desajeitadamente, proteger sua participação decadente no mercado, as demais instituições financeiras e os departamentos financeiros de empresas e investidores individuais estavam na ofensiva. Os bancos comerciais e, em menor grau, os de investimento estavam sujeitos a regras de capitalização — e, especialmente no caso dos primeiros, eram típicas empresas capitalistas —, mas os investidores financeiros podiam ser financiados por rentistas e “investir” os fundos correspondentes, ou seja, financiar empresas e famílias sem estar presos a requisitos de capital. Com efeito, para investidores financeiros que sejam empresas liberais (não capitalistas), como o são as firmas de consultoria, auditoria e advocacia, capital e lucros não fazem muito sentido, na medida em que seu objetivo não é remunerar o capital (muito pequeno) e sim os profissionais, no caso os financistas, com bonificações e outras formas de renda assalariada.

Por meio de inovações financeiras arriscadas, o sistema financeiro como um todo, composto de bancos e investidores financeiros, pode criar riqueza fictícia e capturar uma fatia maior da renda nacional, ou da riqueza real. Como indicou um relatório da Unctad (2009:xii): “Um número excessivo de agentes procurava extrair retornos de dois dígitos de um sistema econômico que cresce apenas na faixa de um dígito”. A riqueza financeira tornou-se autônoma da produção. Como mostra a figura 1, entre 1980 e 2007 os ativos financeiros cresceram cerca de quatro vezes mais que a riqueza real — o crescimento do PIB. Assim, a financeirização não é apenas um dos nomes feios criados por economistas de esquerda para caracterizar realidades confusas. É o processo, legitimado pelo neoliberalismo, por meio do qual o sistema financeiro, que não é apenas capitalista mas também liberal, cria riqueza financeira artificial. E mais, é também o processo pelo qual os rentistas associados aos profissionais liberais do setor financeiro conquistam o controle sobre uma parte substancial do excedente econômico que a sociedade produz — e a renda se concentra nos 1% ou 2% mais ricos da população.

## FIGURA 2

Proporção de países em crise bancária, 1900-2008,  
ponderada pela participação na renda mundial



Fontes: Reinhart e Rogoff (2008:6).

Notas: A amostra abrange os 66 países listados na tabela A1 [da fonte citada] que eram países independentes no ano respectivo. Foram usados três conjuntos de ponderações pelo PIB, 1913 para o período 1800-1913, 1990 para o período 1914-1990 e, finalmente, 2003 para o período 1991-2006. Os dados de 2007 e 2008 elencam crises na Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Estados Unidos, Holanda, Hungria, Japão e Reino Unido. A figura apresenta uma média móvel de três anos.

Na era do domínio neoliberal, os ideólogos do neoliberalismo afirmavam que o modelo anglo-saxônico era o único caminho que levava ao desenvolvimento econômico. Um dos muitos exemplos patéticos dessa alegação foi a afirmação, de um jornalista, de que todos os países estavam sujeitos a um “paletó dourado” — o modelo anglo-saxônico de desenvolvimento. Isso era evidentemente falso, como demonstrava o rápido crescimento dos países asiáticos, mas, sob a influência dos EUA, muitos países agiam como se a isso estivessem sujeitos. Para medir o grande fracasso econômico do neoliberalismo, compreender o mal causado por esse comportamento global, temos apenas que comparar os 30 anos dourados com os 30 anos neoliberais. Em termos de instabilidade financeira, embora seja sempre problemático definir e medir crises financeiras, fica claro que sua incidência e frequência aumentaram muito. Segundo Bordo

e outros (2001), enquanto no período 1945-1971 o mundo passou por apenas 38 crises financeiras, entre 1973 e 1997 enfrentou 139 delas, ou seja, no segundo período houve entre três e quatro vezes mais crises do que no primeiro. Empregando um critério diferente, Reinhart e Rogoff (2008:6, anexo) identificaram apenas uma crise bancária em 1947-1975 e 31 em 1976-2008. A figura 2, que apresenta dados desses mesmos autores, mostra a proporção de países com crises bancárias no período 1900-2008, ponderada pela participação na renda mundial: o contraste entre a estabilidade da era de Bretton Woods e a instabilidade posterior à liberalização financeira é impressionante. Com base no livro recentemente lançado por esses autores,<sup>11</sup> calculei a percentagem de anos em que países enfrentaram uma crise bancária nesses dois períodos de igual número de anos. O resultado confirma a diferença absoluta entre os 30 anos gloriosos e a era da financeirização: no período 1949-1975, a soma de pontos percentuais atingiu 18, contra 361 no período 1976-2008! Associado a isso, as taxas de crescimento caíram de 4,6% ao ano nos 30 anos durados (1947-1976) para 2,8% nos 30 anos que se seguiram. E, para completar, a desigualdade, que, para surpresa de muitos, diminuía nos 30 anos dourados, aumentou fortemente no período pós-Bretton Woods.<sup>12</sup>

Boyer, Dehove e Plihon (2005:23), depois de documentar o aumento da instabilidade financeira desde a década de 1970 e, principalmente, nas décadas de 1990 e 2000, observaram que essa “sucessão de crises bancárias nacionais poderia ser encarada como uma crise global originada nos países desenvolvidos e que se alastrou para os países em desenvolvimento, os países recentemente financeirizados e os países em transição”. Em outras palavras, no contexto do neoliberalismo e da financeirização, o capitalismo passava por mais do que apenas crises cíclicas: estava experimentando uma crise permanente. O caráter perverso do sistema econômico global que o neoliberalismo e a financeirização produziram torna-se evidente ao considerarmos os salários e a alavancagem no núcleo do sistema: os Estados Unidos. Uma crise financeira é, por definição, uma crise causada

<sup>11</sup> Ver Reinhart e Rogoff (2009:74, fig. 5.3).

<sup>12</sup> Forneço os dados aplicáveis a seguir.

pela má alocação de crédito e pelo aumento da alavancagem. A atual crise originou-se em hipotecas que as famílias tomadoras deixaram de pagar e na fraude com *subprimes*. A estagnação dos salários na era neoliberal (não explicada exclusivamente pelo neoliberalismo, mas também pela pressão sobre os salários exercida pelas importações baseadas em mão de obra barata e pela imigração) implicava um problema efetivo de demanda — um problema perversamente “resolvido” com a expansão do endividamento das famílias. Enquanto os salários permaneciam estagnados, o endividamento das famílias aumentou de 60% do PIB em 1990 para 98% em 2007.

### **Uma crise “inevitável”?**

Ocorreram crises financeiras no passado e voltarão a ocorrer no futuro, mas uma crise econômica tão profunda quanto a atual poderia ter sido evitada. Se, depois de sua ocorrência, os governos dos países ricos não tivessem acordado subitamente e adotado políticas keynesianas de redução de taxas de juros, aumento drástico da liquidez e, principalmente, expansão fiscal, essa crise provavelmente teria causado maior dano à economia mundial do que a Grande Depressão. O capitalismo é instável e as crises lhe são intrínsecas, mas, como muito se fez para evitar uma repetição da crise de 1929, não bastam a natureza cíclica das crises financeiras ou a ganância dos financistas para explicar uma crise tão severa quanto a atual. Sabemos que a luta por ganhos de capital fáceis e volumosos em transações financeiras e por bonificações correspondentemente grandes para os operadores individuais é mais forte do que a luta por lucros em serviços e produção. Os profissionais de finanças trabalham com um tipo muito especial de “mercadoria”, com um ativo fictício que depende de convenções e confiança — dinheiro e ativos financeiros, ou contratos financeiros —, ao passo que os demais empreendedores lidam com produtos reais, mercadorias reais e serviços reais. O fato de os profissionais chamarem seus ativos de “produtos” e os novos tipos de contratos financeiros de “inovações” não altera sua natureza. O dinheiro pode ser criado e desaparecer com relativa facilidade, o que faz das finanças e da especulação irmãs gêmeas. Na especulação, os agentes financeiros estão permanentemente sujeitos a profecias autorrealizáveis, ou ao fenômeno que os representantes da escola da regulação

(Aglietta, 1995; e Orléan, 1999) chamam de *racionalidade autorreferencial* e George Soros (1998) batiza de *reflexividade*: compram ativos prevendo que seu preço irá aumentar, e os preços efetivamente aumentam porque suas compras os pressionam para cima. Então, com a crescente complexidade das operações financeiras, surgem os agentes intermediários entre os investidores individuais e os bancos ou bolsas — operadores que não estão sujeitos aos mesmos incentivos que seus agenciados; pelo contrário, são motivados por ganhos no curto prazo que aumentam suas bonificações ou suas carteiras de obrigações ou ações. Por outro lado, sabemos como as finanças tornam-se distorcidas e perigosas quando não estão orientadas para o financiamento da produção e da comunicação, mas para o de “operações de tesouraria” (um eufemismo para especulação) por parte de empresas e, principalmente, dos bancos comerciais e demais instituições financeiras. A especulação sem crédito tem alcance limitado; financiada ou alavancada, torna-se arriscada e ilimitada, ou quase, porque quando o endividamento dos investidores financeiros e a alavancagem das instituições financeiras tornam-se elevados demais, investidores e bancos subitamente percebem que o risco tornou-se insuportável e prevalece o efeito manada, como se deu em outubro de 2008: a perda de confiança que se insinuava nos meses anteriores transformou-se em pânico e irrompeu a crise.

Sabemos de tudo isso há muitos anos, especialmente desde a Grande Depressão, que foi uma grande fonte de aprendizado social. Na década de 1930, Keynes e Kalecki desenvolveram novas teorias econômicas que melhor explicavam como trabalhar com sistemas econômicos e conferiram à política econômica muito mais eficácia na estabilização dos ciclos econômicos, ao passo que pessoas sensatas alertaram economistas e políticos para os perigos dos mercados livres de controles. No mesmo sentido, John Kenneth Galbraith publicou em 1954 seu clássico livro sobre a Grande Depressão; e Charles Kindleberger publicou o seu em 1973. Em 1989, este último autor lançou seu trabalho *Manias, panics, and crashes*. Com base nesse aprendizado, os governos construíram instituições, principalmente os bancos centrais, e desenvolveram sistemas reguladores competentes, nos níveis nacional e internacional (Bretton Woods), para controlar o crédito e evitar crises financeiras ou reduzir sua intensidade e seu escopo. Por outro

lado, desde o começo da década de 1970, Hyman Minsky (1972) desenvolveu a teoria keynesiana fundamental que liga finanças, incerteza e crises. Antes de Minsky, a literatura sobre ciclos econômicos concentrava-se no lado real, ou da produção — na inconsistência entre demanda e oferta. Até mesmo Keynes o fez. Assim, “quando Minsky discute estagnação econômica e identifica a fragilidade financeira como motor da crise, transforma a questão financeira de objeto em sujeito da análise” (Arruda, 2008:71). A crescente instabilidade do sistema financeiro é consequência de um processo de crescente autonomia dos instrumentos de crédito e financeiros em relação ao lado real da economia: o da produção e do comércio. No texto “Financial instability revisited”, de 1972, Minsky demonstrou que não só as crises econômicas, mas também as financeiras, são endógenas ao sistema capitalista. Estava bem demonstrado que a crise econômica, ou o ciclo econômico, era endógena; entretanto, ele mostrou que as principais crises econômicas estavam sempre associadas a crises financeiras igualmente endógenas. Segundo Minsky (1982a:128), “a diferença essencial entre a economia keynesiana e as economias tanto clássica quanto neoclássica está na importância dada à incerteza”. Devido à presença da incerteza, as unidades econômicas são incapazes de manter o equilíbrio entre seus compromissos de pagamento de caixa e suas fontes normais de caixa, porque essas duas variáveis operam no futuro e o futuro é incerto. Assim, “o fato intrinsecamente irracional da incerteza é necessário para a compreensão da instabilidade financeira” (Minsky, 1982a:120). Com efeito, como as unidades econômicas tendem a ser otimistas no longo prazo e os *booms* tendem a tornar-se eufóricos, a vulnerabilidade financeira do sistema econômico tenderá necessariamente a aumentar.

Isso irá ocorrer quando a tolerância do sistema financeiro a choques for reduzida por três fenômenos que se acumulam ao longo de *booms* prolongados: (1) o crescimento dos pagamentos financeiros — em balanços patrimoniais e em carteira — em relação aos pagamentos de renda; (2) a diminuição do peso relativo dos ativos externos e garantidos no valor total dos ativos financeiros; e (3) a inclusão, na estrutura financeira, de preços de ativos que

refletem expectativas eufóricas ou advindas de um *boom*. O gatilho da instabilidade financeira pode estar nas dificuldades financeiras enfrentadas por uma unidade em particular [Minsky, 1982a:150].

Assim, economistas e reguladores financeiros fiaram-se na teoria e nas instituições organizacionais necessárias para evitar uma crise profunda como a que hoje enfrentamos. Uma crise financeira com as dimensões da crise global que irrompeu em 2007 e degenerou em pânico em 2008 poderia ter sido evitada. E por que não foi?

Sabe-se bem que o novo fato histórico específico que pôs fim aos 30 anos dourados do capitalismo foi a decisão do presidente Nixon, dos Estados Unidos, em 1971, de suspender a conversibilidade do dólar norte-americano. A relação entre moeda e ativos reais desapareceu imediatamente. A moeda passou a depender essencialmente da confiança. A confiança é a argamassa de qualquer sociedade, mas quando carece de um padrão ou base torna-se frágil e efêmera. Isso começou a ocorrer em 1971. Por esse motivo, John Eatwell e Lance Taylor (2000:186-188) observaram que enquanto “o desenvolvimento do sistema bancário moderno é um motivo fundamental do sucesso das economias de mercado nos últimos 200 anos [...] a privatização do risco de câmbio no começo da década de 1970 elevou enormemente a incidência do risco de mercado”. Em outras palavras, a taxa de câmbio fixa de Bretton Woods era uma pedra fundamental da estabilidade econômica que desapareceu em 1971. Ainda assim, por algum tempo depois desse evento, a estabilidade financeira no núcleo do sistema capitalista parecia estar razoavelmente garantida — foi apenas nos países em desenvolvimento, e principalmente na América Latina, que se deu uma grande crise de dívida externa. Depois de meados da década de 1980, contudo, quando a doutrina neoliberal já se tornara dominante, irrompeu a instabilidade financeira mundial, desencadeada pela desregulação dos mercados financeiros nacionais. Dessa forma, acima e além das taxas de câmbio flutuantes, justamente quando a perda de uma âncora nominal (o sistema de taxa de câmbio fixa) exigia como *trade-off* uma maior regulação dos mercados financeiros, deu-se o contrário: no contexto da nova ideologia dominante — o neoliberalismo —, a liberali-

zação financeira emergiu como uma consequência “natural” e desejável do desenvolvimento capitalista e dos modelos macroeconômico e financeiro neoclássicos, e esse evento minou decisivamente as fundações da estabilidade financeira mundial.

Há poucas dúvidas quanto às causas imediatas da crise. Encontram-se essencialmente expressas no modelo de Minsky, que, sem coincidência, foi desenvolvido na década de 1970. Elas abrangem, como destacou o relatório de 2009 do Grupo dos Trinta, más avaliações de crédito, uso descontrolado de alavancagem, inovações financeiras mal compreendidas, um sistema falho de classificação de risco ou *rating* e práticas de remuneração com bônus altamente agressivas e que incentivavam a tomada de riscos e os ganhos no curto prazo. Mas essas causas diretas não vieram do nada, nem podem ser explicadas simplesmente pela ganância natural. A maioria delas foi resultado: a) da desregulação deliberada dos mercados financeiros e b) da decisão de não regular as inovações financeiras e as práticas de tesouraria dos bancos. Havia regulação, mas foi desmontada. A crise global foi, principalmente, consequência da flutuação do dólar norte-americano na década de 1970 e, mais diretamente, daquilo que os ideólogos neoliberais pregaram e implementaram na década de 1980 sob o eufemismo de “reforma reguladora”. Assim, a desregulação e a decisão de não regular as inovações são os dois fatores que explicam a crise.

Essa conclusão é de mais fácil compreensão se considerarmos que a regulação financeira competente, somada ao compromisso com valores e direitos sociais que emergiu após a depressão da década de 1930, pôde produzir os 30 anos dourados do capitalismo entre o final da década de 1940 e o começo da de 1970. Nos anos 1980, contudo, os mercados financeiros foram desregulados e, ao mesmo tempo, as teorias keynesianas foram esquecidas, o ideário neoliberal tornou-se hegemônico e a economia neoclássica e a teoria da escolha pública, que justificavam a desregulação, tornaram-se o *mainstream*. Com isso, a instabilidade financeira que, desde a suspensão da conversibilidade do dólar norte-americano em 1971, ameaçava o sistema financeiro internacional foi perversamente restaurada. A desregulação e as tentativas de eliminar o Estado assistencialista transformaram as últimas três décadas nos “30 anos negros do neoliberalismo”.

O neoliberalismo e a financeirização deram-se no contexto da globalização comercial e financeira. Mas, enquanto a globalização comercial era um desenvolvimento necessário do capitalismo, na medida em que a diminuição do tempo e do custo do transporte e da comunicação respaldam o comércio e a produção internacionais, a globalização financeira e a financeirização não foram nem naturais, nem necessárias: essencialmente, foram duas perversões do desenvolvimento capitalista. François Chesnais (1994:206) percebeu isso precocemente ao observar que “a esfera financeira representa a ponta de lança do capital; aquela em que as operações atingem o mais alto grau de mobilidade; aquela em que a lacuna entre as prioridades dos operadores e a necessidade do mundo se revela mais aguda”. A globalização poderia ter sido limitada ao comércio, envolvendo apenas a liberalização comercial; não precisava abranger a liberalização financeira, que levou os países em desenvolvimento, com exceção dos asiáticos em crescimento acelerado, a perder o controle sobre suas taxas de câmbio e a cair vítimas de crises recorrentes de balanço de pagamentos.<sup>13</sup> Tivesse a abertura financeira sido limitada, o sistema capitalista teria sido mais eficiente e mais estável. Não foi por acaso que os países asiáticos em crescimento acelerado dedicaram-se ativamente à globalização comercial, mas limitaram severamente a liberalização financeira.

A globalização foi consequência inevitável da mudança tecnológica, mas isso não significa que o sistema capitalista não seja uma forma “natural” de sistema econômico e social, na medida em que pode ser sistematicamente modificado pela vontade humana tal como expressa em sua cultura e em suas instituições. Estas últimas não são instituições “necessárias”, não são condicionadas apenas pelo nível de desenvolvimento econômico e tecnológico, como crê o determinismo econômico neoliberal e afirma o marxismo vulgar. As instituições não existem no vácuo, nem são determinadas; são dependentes de valores e de vontade política, ou da política

---

<sup>13</sup> Em Bresser-Pereira (2010), discuto as consequências negativas da globalização financeira sobre os países de renda média. Há nos países em desenvolvimento uma tendência para a sobrevalorização da taxa de câmbio que precisa ser neutralizada para que esses países cresçam rapidamente e pratiquem o *catch up*. A supervalorização deve-se principalmente à doença holandesa e à política de crescimento com poupança externa.

em si. São social e culturalmente absorvidas e definidas e reguladas pelo Estado — um sistema jurídico e de aplicação da lei que não seja apenas uma superestrutura, mas parte integrante desse sistema social e econômico. Refletem, em cada sociedade, a divisão entre os poderosos e os impotentes — os primeiros, nos anos neoliberais, associados à coalizão vitoriosa de rentistas capitalistas ou acionistas e “financistas”, ou seja, aos executivos e operadores financeiros e aos consultores que conquistaram poder à medida que o capitalismo se tornou baseado em finanças ou caracterizado pela financeirização.

## Hegemonia neoliberal

Essa crise global não era necessária, nem inevitável. Aconteceu porque as ideias neoliberais tornaram-se dominantes, porque a teoria neoclássica legitimou seus principais preceitos e porque a desregulação foi realizada irresponsavelmente enquanto as inovações financeiras (principalmente a securitização e os derivativos) e novas práticas bancárias (principalmente a atividade bancária comercial ter se tornado também especulativa) permaneceram desreguladas. Essa ação, associada a essa omissão, tornou as operações financeiras opacas e altamente arriscadas e abriu caminho para fraudes generalizadas. Como isso foi possível? Como pudemos retroceder tanto? Vimos que, depois da II Guerra Mundial, os países ricos puderam construir um modelo de capitalismo — o capitalismo democrático e social, o assistencialista — relativamente estável, eficiente e concedente, com uma redução gradual da desigualdade. Por que, então, o mundo teria regredido para o neoliberalismo e a instabilidade financeira?

A dominância ou hegemonia liberal verificada desde a década de 1980 tem duas causas imediatas e um tanto irracionais: o medo do socialismo e a transformação da economia neoclássica no *mainstream* da economia. Primeiro, algumas palavras sobre o medo do socialismo. Ideologias são sistemas de ideias políticas que promovem os interesses de classes sociais específicas em dados momentos. Embora o liberalismo econômico seja, hoje e sempre, necessário para o capitalismo por justificar a iniciativa privada, o neoliberalismo não o é. Poderia fazer sentido para Friedrich Hayek e seus seguidores porque, em seu tempo, o socialismo era uma alterna-

tiva plausível que ameaçava o capitalismo. Mas depois de Budapeste em 1956, ou de Praga em 1968, ficou evidente para todos que a competição não se dava entre capitalismo e socialismo, mas entre o capitalismo e o estatismo, ou a organização tecnoburocrática da sociedade. E depois de Berlim em 1989, ficou claro também que o estatismo não tinha chances de competir em termos econômicos com o capitalismo. O estatismo era eficaz na promoção da acumulação primitiva e da industrialização; mas, à medida que o sistema econômico ganhou complexidade, o planejamento econômico revelou-se incapaz de alocar recursos e promover a inovação. Em economias avançadas, apenas mercados regulados são capazes de se desincumbir eficientemente dessa tarefa. Assim, o neoliberalismo era uma ideologia extemporânea. Pretendia atacar o estatismo, que já estava superado e derrotado, e o socialismo, que, embora forte e vivo enquanto ideologia — a ideologia da justiça social —, não apresenta no médio prazo a possibilidade de se transformar em forma prática de organização da economia e da sociedade.

Segundo, não devemos ser complacentes com a macroeconomia neoclássica e com a economia financeira neoclássica em relação a essa crise.<sup>14</sup> Usando um método inadequado (o hipotético-dedutivo, que é apropriado a ciências metodológicas) para promover o avanço de uma ciência substantiva como é a economia (que exige um método empírico, ou histórico-dedutivo), os macroeconomistas neoclássicos e os economistas financeiros neoclássicos construíram modelos que não correspondem à realidade, mas são úteis na justificativa “científica” do neoliberalismo. O método lhes permite usar indiscriminadamente a matemática, e esse uso respalda sua alegação de que os modelos que propõem são científicos. Embora estejam lidando com uma ciência substantiva, que tem um objeto de análise claro, avaliam o caráter científico de uma teoria econômica não em referência à sua relação com a realidade, ou à sua capacidade de explicar sistemas

---

<sup>14</sup> Observe-se que excluo dessa crítica a microeconomia marshalliana porque considero a microeconomia (complementada pela teoria dos jogos) uma ciência metodológica — a teoria da decisão econômica —, cujo desenvolvimento exige um método hipotético-dedutivo. Lionel Robbins (1932) equivocou-se ao definir a economia como a “ciência da escolha” porque a economia é a ciência que busca explicar os sistemas econômicos, mas Robbins percebeu intuitivamente a natureza da grande contribuição de Alfred Marshall.

econômicos, mas à sua consistência matemática, isto é, o critério das ciências metodológicas (Bresser-Pereira, 2009). Não compreendem que os keynesianos e os economistas clássicos e antigos institucionalistas usam a matemática com parcimônia porque seus modelos são deduzidos a partir da observação de como funcionam os sistemas econômicos e da identificação de regularidades e tendências. Os modelos neoclássicos hipotético-dedutivos são castelos matemáticos erguidos no ar que não têm utilidade prática, a não ser para justificar mercados autorregulados e eficientes ou, em outras palavras, para agir como metaideologia. Esses modelos tendem a ser radicalmente irreais na medida em que presumem, por exemplo, que não pode haver insolvências, ou que a moeda não precisa ser considerada, ou que os intermediários financeiros não têm papel a representar nos modelos, ou que o preço de um ativo financeiro reflete todas as informações disponíveis relevantes para seu valor etc., etc. Escrevendo sobre o estado da ciência econômica após a crise, *The Economist* (2009a:69) observou que “os economistas podem se ver seduzidos por seus modelos, enganando-se ao pensar que o que o modelo exclui não tem importância”. E se a teoria financeira neoclássica levou a enormes erros financeiros, a macroeconomia neoclássica é simplesmente inútil. A percepção desse fato — da inutilidade dos modelos macroeconômicos neoclássicos — levou Gregory Mankiw (2006) a escrever, depois de dois anos como presidente do Conselho de Assessores Econômicos da Presidência dos Estados Unidos, que, para sua grande surpresa, ninguém em Washington usava as ideias que ele e seus colegas ensinavam na academia; o que os formuladores de políticas usavam era “uma espécie de engenharia” — uma soma de observações práticas e regras inspiradas por John Maynard Keynes... Considero esse artigo a confissão formal do fracasso da macroeconomia neoclássica. Paul Krugman (2009:68) foi direto ao ponto: “a maioria dos macroeconomistas dos últimos 30 anos foi espetacularmente inútil na melhor das hipóteses e positivamente prejudicial na pior delas”.

A hegemonia neoliberal nos Estados Unidos não causou apenas instabilidade financeira, menores taxas de crescimento e maior desigualdade econômica. Também implicou um processo generalizado de erosão da confiança social que é, provavelmente, o traço mais decisivo de uma

sociedade sólida e coesa. Quando uma sociedade perde a confiança em suas instituições e na principal delas — o Estado, ou o governo (aqui entendido como a ordem jurídica e o aparelho que a garante) —, trata-se de um sintoma de doença social e política. Essa é uma das conclusões mais importantes a que chegaram os sociólogos americanos desde a década de 1990. Segundo Susan Pharr e Robert Putnam (2000:8), as sociedades desenvolvidas estão menos satisfeitas com o desempenho das instituições políticas que as representam do que na década de 1960. “O surgimento e a profundidade dessa desilusão variam de país para país, mas a tendência descendente é mais duradoura e clara nos Estados Unidos, onde as pesquisas produziram as evidências mais abundantes e sistemáticas.” Essa falta de confiança é consequência direta da nova hegemonia de uma ideologia radicalmente individualista, como o neoliberalismo. Para lançar argumentos contra o Estado, muitos neoliberais recorreram a um “novo institucionalismo” errôneo, mas as instituições que coordenam as sociedades modernas contradizem intrinsecamente os pontos de vista neoliberais na medida em que essa ideologia procura reduzir o papel coordenador do Estado e em que o Estado é a principal instituição de uma sociedade. Evidentemente, os neoliberais ficarão tentados a arguir que, na verdade, foi o mau funcionamento das instituições políticas que levou ao neoliberalismo. Mas não há evidências que respaldem essa posição; pelo contrário, indicam as pesquisas que a confiança caiu dramaticamente depois de estabelecida a hegemonia ideológica neoliberal e não antes.

### **A coalizão política subjacente**

Para entender por que o neoliberalismo tornou-se dominante no último quarto do século XX, precisamos saber que classes sociais, ou que coalizão política, estavam por trás dessa ideologia. Para responder a essa pergunta, cumpre distinguir, entre a classe capitalista, os capitalistas ativos, ou empreendedores, dos rentistas, ou capitalistas inativos, ou acionistas; e, na classe liberal, três grupos: a) os altos executivos e operadores financeiros, os garotos e garotas de ouro das finanças, a quem chamo de “financistas”; b) os altos executivos de grandes empresas; e c) o restante dessa classe média profissional. Além disso, precisamos considerar duas grandes mudanças ocorridas na

década de 1970: a redução da taxa de lucro das empresas e uma mudança de mais longo prazo, a transição pela qual passava o capitalismo de “capitalismo burguês”, ou capitalismo clássico, para o capitalismo profissional, ou regulado; de um sistema em que o capital era o fator estratégico de produção para outro em que o conhecimento técnico, administrativo e de comunicação representava esse papel.<sup>15</sup>

A redução das taxas de lucro e crescimento nos Estados Unidos foi consequência, por um lado, da forte pressão dos trabalhadores por salários mais elevados e, por outro, do aumento radical do preço do petróleo e de outras mercadorias após o primeiro choque do petróleo, em 1973. Foi também consequência, no longo prazo, da transição do capital para o conhecimento como fator estratégico de produção, uma vez que a oferta de capital se tornara abundante ou, em outras palavras, que a oferta de crédito por capitais inativos aos capitalistas ativos superara a demanda habitual por ele. Esses fatores de curto e longo prazos significavam que ou a taxa de lucro (e a taxa de juros, que, em tese, é parte da taxa de lucro) deveria ser menor, ou a taxa de salário deveria aumentar mais lentamente que a de produtividade, ou uma combinação das alternativas, de modo a criar espaço para a remuneração do conhecimento. Já observei que o novo papel atribuído à política monetária na década de 1960 foi instrumental para a elevação da taxa de juros, mas, ainda assim, dadas as baixas taxas de lucro verificadas da década de 1970 até meados dos anos 1980, o descontentamento aumentou, especialmente entre os capitalistas rentistas.

A solução “vencedora” para esses novos problemas foi uma nova coalizão política que se provou eficaz no aumento da remuneração dos rentistas. Enquanto nos “30 anos dourados” a coalizão política dominante se formou de capitalistas, dos executivos de grandes empresas e da nova classe média, a nova coalizão abrangia essencialmente os capitalistas rentistas e

---

<sup>15</sup> Por classe “profissional” ou “tecnoburocrática” refiro-me à terceira classe social que emergiu do capitalismo, situada entre a classe capitalista e a trabalhadora. Enquanto os capitalistas ativos (empreendedores) derivam suas receitas (principalmente lucros) do capital associado a inovações, e os rentistas, ou capitalistas inativos, derivam as suas apenas do capital (principalmente sob a forma de juros, dividendos e renda de bens imóveis), os profissionais derivam suas receitas (salários, bonificações e opções de compra de ações) de seu monopólio relativo sobre o conhecimento técnico, administrativo e de comunicação.

os profissionais financistas, inclusive os altos executivos financeiros e jovens ambiciosos vindos das grandes universidades com MBAs e PhDs — os garotos e garotas dourados das finanças, ou operadores financeiros. Estes últimos desenvolveram novos, complexos e inventivos produtos financeiros, maravilhosas inovações financeiras que deveriam ser consideradas “positivas”, como o são as de Schumpeter. Na verdade, as inovações financeiras não aumentaram os lucros obtidos com a produção, mas, combinadas com a especulação, aumentaram as receitas das instituições financeiras, as bonificações dos financistas e o valor dos ativos financeiros em mãos dos rentistas. Em outras palavras, criaram riqueza fictícia — financeirização — em benefício dos rentistas e financistas.

Estamos tão habituados a pensar apenas em termos de classe capitalista e classe trabalhadora que é difícil perceber a participação crescente da classe profissional e, dentro dela, dos financistas no conhecimento contemporâneo ou no capitalismo profissional. Essa crise contribuiu para eliminar essa dúvida, na medida em que, entre as três principais questões que se tornaram evidentes, uma se referia às bonificações ou, em termos mais amplos, à remuneração que os financistas percebiam (as duas outras questões eram a necessidade de regular os mercados financeiros e de estabelecer limites para os paraísos fiscais). A remuneração e os benefícios nos grandes bancos de investimento são elevadíssimos. Como indicou *The Economist* (2009b:15), “no ano anterior a seu fim, o Lehman Brothers pagou pelo menos US\$ 5,1 bilhões em remunerações, o equivalente a um terço do capital que lhe restava logo antes de sua quebra”. Segundo os relatórios trimestrais publicados nos termos das regras da Security and Exchange Commission, no primeiro semestre de 2009 os benefícios e salários pagos pelo Goldman Sachs (um banco de investimento que agora emerge da crise mais forte do que entrou) chegaram a US\$ 11,4 bilhões, ante um lucro líquido de US\$ 4,4 bilhões. Uma vez que, naquele ano, o banco tinha 29.400 empregados, se dobrarmos os US\$ 11,4 bilhões para chegar a bases anuais, a remuneração média por empregado era de US\$ 765 mil! Não há estatísticas disponíveis que distingam os salários e bonificações recebidos pela classe profissional e, nesse caso, por uma fração dessa classe, os financistas, das demais formas de remuneração, mas restam poucas dúvidas de que essa remuneração aumenta à medida que

o conhecimento substituiu o capital como fator estratégico de produção. Se levarmos em consideração o fato de que o número de empregados em bancos de investimento é menor do que em outros setores de serviços, veremos quão elevada é sua remuneração (como demonstra o exemplo do Goldman Sachs) e por que, nos últimos anos, em países ricos, a renda concentrou-se fortemente nos 2% mais ricos da população.

Embora associados a eles, os rentistas ressentem-se do poder crescente dos financistas e da parcela crescente que lhes cabe do excedente econômico total. Para os leitores de *The Economist* nos últimos 20 anos, foi curioso seguir a “luta democrática” dos acionistas (ou capitalistas rentistas) contra a ganância dos principais executivos financeiros. Os adversários dessa coalizão política de rentistas e financistas incluíam não só trabalhadores e as classes médias assalariadas, cujos salários seriam reduzidos para recompensar os acionistas, mas também os altos executivos profissionais das grandes empresas, os financistas que defino como os altos executivos das instituições financeiras e os operadores. No mesmo sentido, John E. Bogle publicou em 2005 um livro com o sugestivo título de *The battle for the soul of capitalism*, que principia com uma afirmativa dramática:

O capitalismo vem se movendo na direção errada. Precisamos reverter sua rota para que o sistema mais uma vez favoreça os interesses dos acionistas proprietários e não os dos gestores [...] Precisamos deixar de ser uma sociedade em que a titularidade do patrimônio líquido é mantida diretamente por investidores individuais para outra composta sobremaneira de intermediários de investimento que detenham indiretamente a propriedade em nome dos beneficiários que representam.

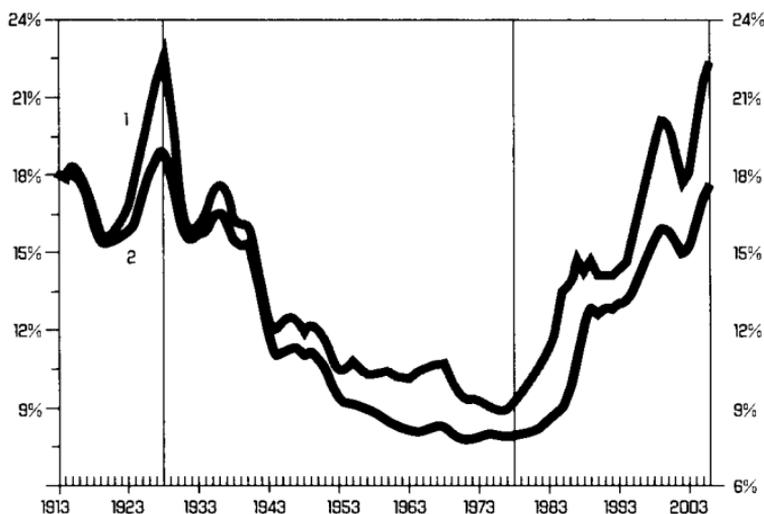
Esse suposto conflito deveria trazer o capitalismo norte-americano de volta às suas origens e aos seus heróis, aos acionistas tomados por empreendedores schumpeterianos, que estariam dedicados a reduzir o poder da classe profissional elevada. Na verdade, os acionistas não são empreendedores; são, em sua maioria, meros rentistas — vivem de rendas capitalistas (não de rendas ricardianas). Podem ter suas reclamações

contra as bonificações que recebem os altos gestores profissionais que administram as grandes empresas (e determinam sua própria remuneração) e os operadores financeiros, mas a realidade é que, hoje, esses acionistas não são mais capazes de gerir por conta própria sua riqueza: dependem dos financistas. De fato, os profissionais sabem que controlam o fator estratégico de produção — o conhecimento — e, assim sendo (o que é especialmente verdadeiro no caso dos financistas), exigem e obtêm remuneração sobre essas bases. Seus verdadeiros adversários são determinados intelectuais públicos da esquerda, que não deixaram de criticar o novo arranjo financeiro desde princípios da década de 1990, e a alta burocracia pública, que esteve sempre pronta a regular as finanças, ainda que impossibilitada de fazer isso. Seus aliados são os intelectuais públicos e acadêmicos, que foram cooptados ou tornaram-se aquilo que Antonio Gramsci (1934) chamou de “intelectuais orgânicos”.

Nos países ricos, apesar das modestas taxas de crescimento, a remuneração exorbitante auferida pelos participantes da coalizão política de rentistas e financistas teve como *trade-off* a quase estagnação dos salários dos trabalhadores e do restante da classe média profissional. É preciso, contudo, enfatizar que esse resultado também refletiu a competição vinda da imigração e de exportações originadas em países de baixos salários, que reduziram os salários dos trabalhadores e da classe média. A globalização comercial, que deveria ser uma fonte de maior riqueza nos países ricos, revelou-se uma oportunidade para os países de renda intermediária, que puderam neutralizar as duas tendências do lado da demanda que abortam seu crescimento: domesticamente, a tendência dos salários de crescer mais lentamente do que a produtividade devido à oferta ilimitada de mão de obra e a tendência da taxa de câmbio à supervalorização (Bresser-Pereira, 2010). Os países que puderam realizar essa neutralização dedicaram-se a uma estratégia de desenvolvimento nacional que chamo de “novo desenvolvimentismo”, como exemplificam os casos da China e da Índia. Esses países compartilharam com os desenvolvidos (que foram beneficiados por investimento estrangeiro direto ou pelo processo de deslocalização internacional) o excedente econômico incremental decorrente do crescimento de suas economias, enquanto os trabalhadores e a classe média destes últimos países viram-se excluídos ao perderem seus empregos.

FIGURA 3

## Participação na riqueza do 1% mais rico nos Estados Unidos, 1913-2003



Fonte: Palma (2009:836), baseado em Piketty e Sáez (2003).

Obs.: Médias móveis de três anos, (1) incluídos os ganhos de capital realizados e (2) excluídos os ganhos de capital. Define-se renda como a renda anual bruta apontada nas declarações de imposto de renda, excetuando-se todas as transferências governamentais e antes da dedução do imposto de renda da pessoa física e dos impostos retidos na fonte e deduzidos da remuneração (mas após os impostos retidos na fonte devidos pela fonte pagadora e o imposto de renda da pessoa jurídica).

Assim, o neoliberalismo tornou-se dominante por representar os interesses de uma poderosa coalizão de rentistas e financistas. Como observou Gabriel Palma (2009:833, 840), “em última análise, a atual crise financeira é resultado de algo muito mais sistêmico, uma tentativa de usar o neoliberalismo (ou, em termos dos Estados Unidos, o neoconservadorismo) como uma nova tecnologia de poder para ajudar a transformar o capitalismo em um paraíso para os rentistas”. Em seu artigo Palma salienta que não basta entender a coalizão neoliberal como uma reação aos seus interesses econômicos, como sugeriria uma abordagem marxista. Além disso, reage à demanda foucaultiana por poder dos membros da coalizão política no sentido de que, “segundo Michel Foucault, o aspecto central do neoliberalismo refere-se ao problema da relação entre poder político e os princípios de uma economia de mercado”. A coalizão política de rentistas e executivos

financeiros usou o neoliberalismo como uma “nova tecnologia de poder” ou como o já discutido “sistema de verdades”, primeiro, para conquistar o apoio de políticos, altos funcionários públicos, economistas neoclássicos e outros intelectuais públicos conservadores e, segundo, para conquistar o domínio da sociedade.

Há poucas dúvidas de que a coalizão política tenha tido sucesso na captura do excedente econômico produzido pelas economias capitalistas. Como mostra a figura 3, nos anos do neoliberalismo a renda concentrou-se fortemente nas mãos dos 2% mais ricos da população; se considerarmos apenas o 1% mais rico nos Estados Unidos, em 1930 este controlava 23% da renda disponível total; em 1980, no contexto dos 30 anos dourados do capitalismo, sua participação caíra para 9%; mas, em 2007, retornara aos 23%!

### **As consequências imediatas**

Quando irrompeu a crise, os políticos, que haviam sido enganados pela ilusão da natureza autorregulada dos mercados, perceberam seu erro e tomaram quatro decisões: primeiro, aumentar radicalmente a liquidez por meio da redução da taxa básica de juros (e todos os demais meios possíveis), já que a crise implicava um grande aperto de crédito após a perda generalizada de confiança que causou; segundo, resgatar e recapitalizar os principais bancos, por serem instituições quase públicas que não podem ir à falência; terceiro, adotar políticas fiscais expansionistas, que se tornaram inevitáveis quando a taxa de juros atingiu a zona de armadilha de liquidez; e, quarto, rerregular o sistema financeiro, tanto doméstica quanto internacionalmente. Essas quatro reações apresentaram a orientação correta. Mostraram que os políticos e os formuladores de políticas logo reaprenderam o que estava “esquecido”. Perceberam que o capitalismo moderno não exige desregulação, mas regulação; que a regulação não impede, mas permite a coordenação da economia pelo mercado; que quanto mais complexa for uma economia nacional, mais regulada precisa ser se desejarmos nos beneficiar das vantagens da alocação ou da coordenação de recursos pelo mercado; que a política econômica deve estimular o investimento e manter a economia estável, e não ajustar-se a princípios ideológicos; e que o sistema financeiro deve financiar investimentos produtivos, e não alimentar

a especulação. Dessa forma, sua reação à crise foi forte e decidida. Como era de se esperar, foi imediata na expansão da oferta de dinheiro, foi relativamente de curto prazo em termos de política fiscal, e foi de médio prazo em relação ao problema mais complexo da regulação. É claro que foram cometidos erros. O mais famoso foi a decisão de permitir que um grande banco como o Lehman Brothers quebrasse. O pânico de outubro de 2008 foi uma decorrência direta dessa decisão. É preciso observar que a resposta dos europeus foi por demais conservadora em termos monetários e fiscais se comparada às dos Estados Unidos e da China — provavelmente porque não há um banco central para cada país individualmente. Por outro lado, os europeus parecem mais dedicados a reregular seus sistemas financeiros do que os Estados Unidos ou o Reino Unido.

Quanto à necessidade de regulação financeira internacional ou global, parece que o aprendizado a esse respeito foi insuficiente, ou que, apesar dos avanços representados pelas ações econômicas do G-20, a capacidade internacional de coordenação econômica permanece fraca. Quase todas as medidas tomadas até o momento reagiram a um tipo de crise financeira — a crise bancária e suas consequências econômicas — e não ao outro grande tipo de crise financeira, a crise de câmbio, ou de balanço de pagamentos. Os países ricos costumam ficar livres desse segundo tipo de crise porque normalmente não tomam, mas concedem empréstimos internacionais e, quando tomam, o fazem em suas próprias moedas. Para os países em desenvolvimento, contudo, as crises de balanço de pagamentos são um flagelo financeiro. A política de crescimento com poupança externa que lhes recomendam os países ricos não promove seu crescimento; pelo contrário, envolve uma elevada taxa de substituição de poupança doméstica pela externa e causa crises recorrentes de balanço de pagamentos (Bresser-Pereira, 2010).

Essa crise não irá terminar em breve. A reação dos governos a ela em termos monetários e fiscais foi tão decisiva que a crise não irá se transformar em depressão, mas levará tempo para se resolver, por um motivo básico: as crises financeiras sempre decorrem de elevado endividamento ou alta alavancagem e da consequente perda de confiança por parte dos credores. Depois de algum tempo essa confiança pode retornar, mas como

observou Richard Koo (2008), ao estudar a depressão japonesa da década de 1990, “os devedores não se sentirão à vontade com suas taxas de endividamento e continuarão a poupar”. Ou, como observou Michel Aglietta (2008:8), “a crise sempre segue uma rota longa e dolorosa; com efeito, é necessário reduzir tudo que tenha aumentado excessivamente: o valor, os elementos da riqueza, o balanço patrimonial dos agentes econômicos”. Assim, apesar das corajosas políticas fiscais adotadas pelos governos, a demanda agregada provavelmente permanecerá débil por alguns anos.

Embora a crise esteja afetando fortemente alguns países de renda intermediária, como Rússia e México, é essencialmente uma crise dos países ricos. Países de renda intermediária como China e Brasil já estão em recuperação. Mas, embora os países ricos já demonstrem alguns sinais de saúde recobrada, suas perspectivas não são boas. A recuperação foi principalmente uma consequência da política financeira, não de investimento privado — e sabemos que a expansão fiscal continuada enfrenta limites e representa perigos. Os países ricos há muito ensinaram àqueles em desenvolvimento que devem desenvolver-se com poupança externa. As crises financeiras dos países de renda intermediária na década de 1990, a começar pelo México em 1994, passando por quatro países asiáticos e encerrando com a profunda crise argentina de 2001, foram essencialmente consequência da aceitação dessa recomendação.<sup>16</sup> Enquanto os governos asiáticos e latino-americanos aprenderam com essas crises, o Leste europeu não o fez e agora se vê fortemente afetado.

Não obstante, o endividamento externo dos Estados Unidos era em sua própria moeda, e não é de se esperar que continue a incorrer em dívidas após essa crise. O dólar norte-americano comprovou sua força, mas essa confiança não pode continuar a ser indefinidamente objeto de abusos. Assim, o restante do mundo terá que encontrar fontes adicionais de demanda agregada. A China, cuja reação à crise foi forte e surpreendentemente bem-sucedida, já busca essa fonte alternativa em seu mercado inter-

---

<sup>16</sup> Para uma crítica do crescimento com poupança externa ou déficits em conta-corrente, ver Bresser-Pereira e Nakano (2003) e Bresser-Pereira e Gala (2007); para o argumento de que essa política econômica equivocada foi a principal responsável pelas crises financeiras da década de 1990 nos países de renda média, ver Bresser-Pereira, Gonzalez e Lucinda (2008).

no. Nisso provavelmente será seguida por muitos países, mas, enquanto isso, teremos um problema agravado de demanda insuficiente.

Finalmente, essa crise demonstrou que a verdadeira instituição “de último recurso” de cada país é seu próprio Estado; foi com o Estado que cada sociedade nacional contou para enfrentar a crise. Mas as corajosas políticas fiscais adotadas em quase todos os lugares levaram as organizações estatais a se tornar altamente endividadas. Levará tempo para restaurar índices de endividamento público saudáveis. Enquanto isso, as gerações atual e futura precisarão arcar com impostos mais elevados.

## Referências

- AGLIETTA, Michel. *Macroéconomie financière*. Paris: La Découverte, 1995.
- \_\_\_\_\_. *La crise*. Paris: Michalon, 2008.
- \_\_\_\_\_; RIGOT, Sandra. *Crise et renouveau financière*. Paris: Odile Jacob, 2009.
- AKERLOF, George A.; SHILLER, Robert J. *Animal spirits: how human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism*. Princeton: Princeton University Press, 2009.
- ARRUDA, José Jobson Nascimento. *A florescência tardia*. 2008. Tese (Doutorado em História) — Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.
- BOGLE, John C. *The battle for the soul of capitalism*. New Haven: Yale University Press, 2005.
- BORDO, M. et al. Is the crisis problem growing more severe? *Economic Policy*, p. 53-82, Apr. 2001.
- BOURGUINAT, Henri; BRIYS, Éric. *L'arrogance de la finance; comment le theorie financière a produit le krach*. Paris: La Découverte, 2009.
- BOYER, Robert; DEHOVE, Mario; PLIHON, Dominique. *Les crises financières*. Paris: La Documentation Française, 2005.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. A emergência da tecnoburocracia. In: BRESSER-PEREIRA, L. C. *Tecnoburocracia e contestação*. Petrópolis: Vozes, 1972. p. 17-140.
- \_\_\_\_\_. *Democracy and public management reform: building the Republican State*. Oxford: Oxford University Press, 2004.
- \_\_\_\_\_. The two methods and the hard core of economics. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 31, n. 3, p. 493-522, 2009.
- \_\_\_\_\_. *Globalization and competition*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010.
- \_\_\_\_\_; GALA, Paulo. Por que a poupança externa não promove crescimento? *Revista de Economia Política*, v. 27, n. 1, p. 3-19, 2007. [Why foreign savings fail to cause growth? Disponível em: <www.rep.org.br>.]
- \_\_\_\_\_; NAKANO, Yoshiaki. Crescimento econômico com poupança externa? *Revista de Economia Política*, v. 22, n. 2, p. 3-27, 2003. [Economic growth with foreign savings? Disponível em: <www.rep.org.br>.]

\_\_\_\_\_; GONZALEZ, Lauro; LUCINDA, Cláudio. Crises financeiras nos anos 1990 e poupança externa. *Nova Economia*, v. 18, n. 3, p. 327-357, set. 2008.

BUITER, Willem H. Central banks and financial crises. In: 2008 SYMPOSIUM OF THE FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY. *Proceedings...* Kansas City, Aug. 2008. Disponível em: <[www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2008/Buiter.09.06.08.pdf](http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2008/Buiter.09.06.08.pdf)>.

CHESNAIS, François. *La mondialisation du capital*. Paris: Syros, 1994.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo; FARHI, Maryse. A crise financeira e o *shadow banking*. *Novos Estudos Cebrap*, n. 82, p. 35-55, 2008.

EATWELL, John; TAYLOR, Lance. *Global finance at risk*. New York: New Press, 2000.

*THE ECONOMIST*. Briefing the state of economics, July 18, 2009a.

*THE ECONOMIST*. Unnatural selection, Sept. 12, 2009b.

*THE ECONOMIST*. Regulating banks: the devil's punchbowl, July 11, 2009c.

EPSTEIN, Gerald A. Introduction: financialization and the world economy. In: EPSTEIN, G.A. (Ed.). *Financialization and the world economy*. Cheltenham: Edward Elgar, 2005a. p. 3-16.

\_\_\_\_\_. (Ed.). *Financialization and the world economy*. Cheltenham: Edward Elgar, 2005b.

FOUCAULT, Michel. Verdade e poder. In: FOUCAULT, M. *Microfísica do poder*. Ed. Roberto Machado. Rio de Janeiro: Graal, 1979. p. 1-14. [Ensaio originariamente publicado em 1977.]

FRANK, Robert; GILOVICH, Thomas; REGAN, Dennis. Does studying economics inhibit cooperation? *Journal of Economic Perspectives*, v. 7, n. 2, p. 159-171, 1993.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. Do economists make bad citizens? *Journal of Economic Perspectives*, v. 10, n. 1, p. 187-192, 1996.

G-20. *G-20 statement on financial markets and the world economy*. Washington: G-20, Nov. 15, 2008.

GALBRAITH, John Kenneth. *The Great Crash, 1929*. Boston: Houghton Mifflin, 1954.

\_\_\_\_\_. *The new industrial State*. [1967]. New York: Mentor Books, 1979.

\_\_\_\_\_. *The economics of innocent fraud*. Boston: Houghton Mifflin, 2004.

GRAMSCI, Antonio. *Selections from the prison notebooks of Antonio Gramsci*. Eds. Q. Hoare e G. Smith. New York: International, 1971. [Original em italiano de c.1934.]

GROUP OF THIRTY. *Financial reform: a framework for financial stability*. Washington: The Group of Thirty, 2009.

GUTTMANN, Robert. A primer on finance-led capitalism and its crisis. *Revue de la Régulation*, n. 3/4, 2008. [edição digital.]

HILFERDING, Rudolf. *El capital financiero*. Madrid: Tecnos, 1963. [Publicado em alemão em 1910.]

KINDLEBERGER, Charles P. *The world in depression 1929-1939*. Berkeley: University of California Press, 1973.

\_\_\_\_\_. *Manias, panics, and crashes*. New York: Basic Books, 1989.

- KOO, Richard C. *The holy grail of macroeconomics: lessons from Japan's great recession*. New York: Wiley, 2008.
- KREGEL, Jan. The past and future of banks. *Quaderni di Ricerche*, Roma, Luigi Einaudi, n. 21, p. 1-44, 1998.
- KRUGMAN, Paul. 3<sup>rd</sup> Lionel Robbins Lecture at the London School of Economics. *The Economist*, June 10, 2009.
- LASH, Scott; URRY, John. *The end of organized capitalism*. Cambridge: Polity Press, 1987.
- MANKIW, N. Gregory. The macroeconomist as scientist and engineer. *Journal of Economic Perspectives*, v. 20, n. 4, p. 29-46, 2006.
- MARGLIN, Stephen A. Lessons of the golden age: an overview. In: MARGLIN, S. A.; SCHOR, Juliet B. (Eds.). *The golden age of capitalism*. Oxford: Clarendon Press, 1990. p. 1-38.
- \_\_\_\_\_; SCHOR, Juliet B. (Eds.). *The golden age of capitalism*. Oxford: Clarendon Press, 1990.
- MARX, Karl. *O capital*. London: Penguin Books, 1981. v. 3. [Publicado originariamente em 1894.]
- MINSKY, Hyman P. Financial instability revisited. In: MINSKY, H. P. *Inflation, recession and economic policy*. [1972]. Armonk: Wheatsheaf Books, 1982a. p. 117-161.
- \_\_\_\_\_. *Inflation, recession and economic policy*. [1972]. Armonk: Wheatsheaf Books, 1982b.
- MULGAN, Geoff. After capitalism. *Prospect Magazine*, n. 157, Apr. 2009.
- OFFE, Claus. *Disorganized capitalism*. Ed. John Keane. Cambridge: Polity Press, 1985.
- ORLÉAN, André. *Le pouvoir de la finance*. Paris: Odile Jacob, 1999.
- PALMA, Gabriel. The revenge of the market on the rentiers. Why neo-liberal reports of the end of history turned out to be premature. *Cambridge Journal of Economics*, v. 33, n. 4, p. 829-869, 2009.
- PHARR, Susan J.; PUTNAN, Robert D. Introduction. In: PHARR, S. J.; PUTNAN, R. D. (Eds.). *Disaffected democracies*. Princeton: Princeton University Press, 2000.
- PIKETTY, Thomas; SÁEZ, E. Income inequality in the United States, 1913-1998. *Quarterly Journal of Economics*, v. 118, n. 1, p. 1-39, 2003.
- REINHART, Carmen N.; ROGOFF, Kenneth S. *Banking crises: an equal opportunity menace*. Dec. 2008. (Nber Working Paper, 14.587.)
- \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. *This time is different; eight centuries of financial folly*. Princeton: Princeton University Press, 2009.
- ROBBINS, Lionel. *Essay on the nature and significance of economic science*. [1932]. London: Macmillan, 1946.
- ROCHE, David; MCKEE, Bob. *New monetarism*. London: Independent Strategy, 2007.
- SCHUMPETER, Joseph A. *Socialism, capitalism, and democracy*. [1942]. 3. ed. New York: Harper & Brothers, 1950.
- SHONFIELD, Andrew. *Modern capitalism*. Oxford: Oxford University Press, 1969.
- SOROS, George. *The crisis of global capitalism*. New York: Public Affairs, 1998.
- UNCTAD. *The global economic crisis: systemic failures and multilateral remedies*. Geneva: Unctad, 2009.