

Hipótese e solução da fragilidade financeira em Minsky na perspectiva Austríaca: o Paradoxo Pós-Keynesiano

Resumo

Este artigo revisa a hipótese da fragilidade financeira e as soluções a ela proposta pela teoria Pós-Keynesiana, fazendo um paralelo desses pontos com seus correspondentes na teoria Austríaca. Identifica nessa revisão similitudes circunstanciais entre as duas abordagens, mas com diferenças fundamentais quanto a resposta necessária. Dessa divergência emerge o que aqui denominou-se "Paradoxo Pós-Keynesiano": a teoria da firma bancária dessa corrente reconhecer os bancos comerciais como agentes motivados pelo lucro, provocando crises endógenas no sistema econômico, mas querer trata-los de maneira diferenciada em relação às firmas não-financeiras, chancelando suas decisões ao protegê-los das consequências adversas.

Palavras-chave: Fragilidade financeira. Teoria Pós-Keynesiana. Hyman Minsky. Teoria Austríaca. Paradoxo Pós-Keynesiano.

Abstract

This paper reviews the hypothesis of financial fragility and the solutions proposed by Post-Keynesian theory, making a parallel between these points and their counterparts in Austrian theory. It identifies in this review circumstantial similarities between the two approaches, but with fundamental differences in the response required. From this divergence emerges what has been called "Post-Keynesian Paradox": the banking firm's theory of this current recognize commercial banks as agents motivated by profit, provoking endogenous crises in the economic system, but want to treat them differently in relation to non-financial firms, chancelling their decisions by protecting them from adverse consequences.

Keywords: Financial fragility. Post-Keynesian Theory. Hyman Minsky. Austrian Theory. Post-Keynesian Paradox.

Área de submissão. Área 1: Metodologia e História do Pensamento Econômico

JEL: B53, E12, E32.

Hipótese e solução da fragilidade financeira em Minsky na perspectiva Austríaca: o Paradoxo Pós-Keynesiano

Lucas Casonato¹

Resumo

Este artigo revisa a hipótese da fragilidade financeira e as soluções a ela proposta pela teoria Pós-Keynesiana, fazendo um paralelo desses pontos com seus correspondentes na teoria Austríaca. Identifica nessa revisão similitudes circunstanciais entre as duas abordagens, mas com diferenças fundamentais quanto a resposta necessária. Dessa divergência emerge o que aqui denominou-se "Paradoxo Pós-Keynesiano": a teoria da firma bancária dessa corrente reconhecer os bancos comerciais como agentes motivados pelo lucro, provocando crises endógenas no sistema econômico, mas querer trata-los de maneira diferenciada em relação às firmas não-financeiras, chancelando suas decisões ao protegê-los das consequências adversas.

Palavras-chave: Fragilidade financeira. Teoria Pós-Keynesiana. Hyman Minsky. Teoria Austríaca. Paradoxo Pós-Keynesiano.

Abstract

This paper reviews the hypothesis of financial fragility and the solutions proposed by Post-Keynesian theory, making a parallel between these points and their counterparts in Austrian theory. It identifies in this review circumstantial similarities between the two approaches, but with fundamental differences in the response required. From this divergence emerges what has been called "Post-Keynesian Paradox": the banking firm's theory of this current recognize commercial banks as agents motivated by profit, provoking endogenous crises in the economic system, but want to treat them differently in relation to non-financial firms, chancelling their decisions by protecting them from adverse consequences.

Keywords: Financial fragility. Post-Keynesian Theory. Hyman Minsky. Austrian Theory. Post-Keynesian Paradox.

Área de submissão. Área 1: Metodologia e História do Pensamento Econômico

JEL: B53, E12, E32.

¹ Doutorando pelo Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico (PPGDE) da Universidade Federal do Paraná (UFPR), com financiamento da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES). Professor Adjunto do curso de Ciências Econômicas da Fundação de Estudos Sociais do Paraná (FESP). E-mail: casonato.economia@gmail.com.

1. Introdução

Criada na década de 1980², a teoria da instabilidade financeira de Hyman Minsky foi considerada revolucionária, capaz de demonstrar a possibilidade das crises capitalistas serem endógenas ao sistema econômico, a partir das instituições financeiras, indo na contramão da teoria ortodoxa, que defende como origem das crises apenas os eventos exógenos, bem como de keynesianos e alguns pós-keynesianos, que até então só admitiam as possibilidades de crises resultantes da insuficiência de demanda agregada (GZVITAUSKI, 2015).

Essa contribuição deu novo fôlego aos seguidores da tradição de Keynes, pois, apesar de já discutirem as relações entre o mercado financeiro e o mercado produtivo, pelas condições de *finance* e *funding* descritas pelo próprio Keynes em 1937, ainda não possuíam uma sólida teoria da firma bancária capaz de dar sustentação às explicações *financeiras* das crises econômicas, o que foi possível através de incorporações de elementos-chave sustentados por Minsky (STUDART, 1999).

Ocorre, porém, que apesar da consistência lógica da teoria da instabilidade financeira, percebem-se algumas contradições quando as soluções que lhe são sugeridas por Minsky (2013) e seus seguidores são consideradas em conjunto à teoria proposta, o que aqui foi denominado “Paradoxo Pós-Keynesiano”. Tal paradoxo é considerado à luz de ideias que são comuns às escolas Pós-Keynesiana e Austríaca, utilizando desta última para apresentar uma resposta alternativa para a instabilidade financeira.

Assim, o objetivo geral deste artigo é mostrar como as correntes Austríaca e Pós-Keynesiana do pensamento econômico partem de matrizes teóricas parecidas na identificação do problema financeiro, mas propõem respostas diametralmente distintas. Com essa finalidade, os objetivos específicos são: (i) oferecer um resumo da teoria Pós-Keynesiana que aponte características comuns à teoria Austríaca; (ii) apresentar brevemente a teoria da firma bancária e a hipótese da fragilidade financeira; (iii) identificar e discutir as contradições mencionadas, ilustrando o Paradoxo Pós-Keynesiano; (iv) colocar e discutir as sugestões teóricas de resposta ao problema financeiro nas perspectivas das respectivas escolas.

2. Teorias Pós-Keynesiana e Austríaca

Esta seção destaca os principais elementos da teoria Pós-Keynesiana que encontram consonância na teoria Austríaca³, com ênfase na primeira⁴, necessários para o entendimento da teoria da firma bancária e da hipótese da fragilidade financeira, e as discussões daí propostas.

Os escritos de Keynes e sua “correta interpretação” são tema de controvérsia no pensamento econômico, de onde é possível recuperar pelo menos quatro grupos importantes: (1) a Síntese Neoclássica, que individualizou a contribuição de Keynes para os casos teóricos em que houvesse alguma rigidez de preços (LIMA, 2003); (2) os Novos-Keynesianos, que continuaram essa tradição, e mostraram a

² A primeira edição do livro *Stabilizing an Unstable Economy* foi publicada em 1986.

³ As ideias aqui destacadas são aquelas identificadas pelo autor nos trabalhos de Hayek (1948), Menger (1976), Keynes (1985), Davidson (1999; 2003), Mises (2010), Kirzner (2012) e Carvalho (2016).

⁴ Não é objeto deste artigo fazer uma revisão teórica de toda convergência entre as duas escolas, nem mesmo uma mais profunda da abordagem Austríaca. Alguns insights valiosos nesses sentidos são encontrados em Minga (2014).

impossibilidade de inserir Keynes num arcabouço de equilíbrio geral, tal que o pleno emprego é não alcançável por conta da rigidez assumida, a partir da microfundamentação do modelo (SICSÚ, 2003); (3) saindo da necessidade de alguma rigidez, mas dentro de uma proposta de equilíbrio walrasiano, os Neo-Ricardianos resgataram o Princípio da Demanda Efetiva, considerando-o como um resultado de equilíbrio de longo prazo (AMADEO; DUTT, 2003); (4) e, contrariando todas essas vertentes, tem-se os Pós-Keynesianos, que tomam com cuidado especial a fiel interpretação dos trabalhos de Keynes (DAVIDSON, 1999; 2003) – objeto de revisão desta seção⁵.

Os Pós-Keynesianos dão ênfase a aspectos tratados na *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* [1936] (doravante TG) que podem ser tomados como centrais à própria Ciência Econômica, porque muitas vezes compõem o núcleo da argumentação heterodoxa em seus constantes contrapontos à ortodoxia. Alguns deles foram tratados em maior ou menor profundidade por Keynes na TG, mas certamente todos receberam atenção especial do autor no conjunto de suas principais obras⁶. Pela impossibilidade de se tratar de todos eles aqui, e respeitando os objetivos do trabalho, destacam-se os pontos: (i) tempo; (ii) incerteza; (iii) não-neutralidade da moeda; (iv) decisões de investimento determinantes da dinâmica econômica e; (v) incapacidade de sustentação do pleno emprego pelo livre mercado⁷.

O (i) tempo aparece em Keynes como histórico, ou seja, cronológico e imutável. Isso caracteriza a irreversibilidade das decisões dos agentes, e a necessidade intrínseca de espera, por menor que seja, entre uma decisão e sua concretização. Mas, nesse sentido, o tempo não afeta apenas o resultado da decisão, como também o próprio ato de decidir, tal que a passagem do tempo e as possibilidades que isso acarreta devem ser levadas em conta, é o que Davidson (1999; 2003) chama de processo econômico não-ergódico.

Na abordagem Austríaca, o tempo também assume essas mesmas dimensões. O'Driscoll e Rizzo (1996) destacam o “tempo real” como um fluxo de acontecimentos, onde o agente não se pode ter informação total sob as consequências de uma escolha, de modo que, no agregado, provavelmente não haverá perfeita coordenação das decisões dos participantes do mercado, chancelando e frustrando, simultaneamente, diversos planos individuais, que vão sendo redefinidos ou recolocados ao longo do tempo. Esse argumento é idêntico ao utilizado por Possas (2003) ao defender o caráter dinâmico da TG nas [re]decisões dos investidores⁸.

Essa consideração histórica do tempo impõe o segundo fato de destaque, a (ii) incerteza. Os indivíduos agindo no tempo histórico não podem saber com qualquer grau de precisão aquilo que ocorrerá no futuro. Não se trata de uma avaliação probabilística quanto aos próximos eventos, porque as informações que se utilizariam seriam passadas, e estas não teriam nada a dizer sobre algo que ainda nem aconteceu. Assim, a incerteza não pode ser avaliada nas mesmas condições que risco, como destaca Dequech (1999). Essa característica da economia faz com que

⁵ Sob esse tema, recomendam-se também os trabalhos de Ferrari-Filho (2003) e Lima (1992).

⁶ De acordo com vários dos trabalhos aqui revisados: *A Treatise on Probability* [1921], *A Treatise on Money* [1930], TG [1936].

⁷ Para uma leitura com maior foco nas obras de Keynes, recomenda-se o texto de Davidson (2003). Para resumo sobre as principais proposições da corrente Pós-Keynesiana como um todo, ver Carvalho (2016).

⁸ De acordo com Possas (2003), Keynes teria assumido implicitamente na TG a hipótese de que as expectativas empresariais sempre se confirmam, o que negligenciou/escondeu o caráter dinâmico da sua teoria.

os agentes ajam sob condições comportamentais individuais, de acordo com sua maior ou menor propensão ao risco (ou *animal spirit*), tal que os únicos parâmetros externos para basear suas decisões são as convenções e instituições da sociedade (KEYNES, 1985).

A visão Austríaca não só concorda com essa abordagem do problema, como também aponta sua origem no caráter subjetivo da informação (HAYEK, 1948). Sendo esta última incompleta e subjetiva, com sua interpretação individualizada por cada participante, os agentes podem ter apenas expectativas sobre os acontecimentos futuros, de acordo com o comportamento observado anteriormente, mas jamais poderão ter certeza disso, tal como se verifica na teoria do investimento de Keynes (1985).

Se os indivíduos operam num ambiente assim, Keynes (1985), no capítulo 15 da TG, afirma que eles buscam precaver-se, em maior ou menor grau, às situações adversas, e o fazem numa economia monetária através da preferência pela liquidez (doravante P.L.). Se diferentes agentes possuem comportamentos distintos, e mutáveis ao longo do tempo, de acordo com sua percepção (ou *estado de confiança*), em cada momento diferentes quantidades de moeda estarão sendo “estocadas” fora do sistema econômico, por motivos de especulação ou precaucionais, resultando em maior imprevisibilidade dos fenômenos monetários, ao que (iii) não se pode assumir a neutralidade da moeda. Porque cada conjunto de decisões, em cada instante do tempo, implicará em maior ou menor quantidade de moeda circulando na economia, independentemente de se considerar a oferta monetária⁹.

Conquanto a não-neutralidade da moeda também seja uma das assertivas da vertente Austríaca, chega-se nela por outra via. Menger (1976) considerava a moeda apenas em sua função de troca, na perspectiva da moeda-mercadoria, não-fiduciária, como resultado espontâneo e não imposto à sociedade. Daí desenvolveu-se a teoria Austríaca, contrária a moeda sem lastro. Mises (2010) e Hayek (1948) destacaram a importância do controle sobre a oferta monetária fiduciária, pela sua influência no sistema de preços, base das decisões dos agentes numa economia de mercado¹⁰ (MINGA, 2014).

Os dois fatos destacados acima, *animal spirit* e *estado de confiança*, são as características psicológicas que motivam os indivíduos em suas decisões. Assim, os empresários¹¹, que se encontram num ambiente de incerteza, analisam as informações que dispõem, sejam individuais, que lhe são própria e de seus negócios, ou coletivas, a partir das convenções e instituições de seu contexto, antes de decidir pela realização de um investimento. Mas, essa é apenas uma explicação mais detalhada daquilo que Keynes (1985) chamou de Eficiência Marginal do Capital (doravante EMgC) que é, em resumo, a expectativa de retornos futuros de um investimento com relação ao seu custo. Deste modo, a decisão perpassa a avaliação de um custo de oportunidade, entre a decisão de investir ou não, com base nos contextos presente e esperado. Portanto, essas (iv) decisões empresariais, no agregado, determinam a dinâmica econômica, e sua origem se dá nas expectativas dos agentes.

⁹ O que permite ao presente trabalho não entrar no debate entre fundamentalistas e horizontalistas. Sobre essa discussão, ver Costa (1999).

¹⁰ A partir dessa visão surge a teoria Austríaca dos ciclos econômicos, a ser apresentada na seção 4.

¹¹ Empresário em Keynes é o responsável pela decisão de investir. Na TG o autor não considerou uma divisão social para a realização dos diferentes gastos, tal que cada agente é, simultaneamente, investidor e consumidor, interessando à análise apenas os resultados agregados desses dispêndios.

Colocada dessa maneira, a teoria Austríaca não teria oposição à visão Pós-Keynesiana¹². Mises (2010) considerou todas as ações humanas intencionadas como empresariais, buscando esclarecer que o indivíduo só age se calcula que o resultado de sua ação lhe proverá benefício líquido. No capítulo 16 do “Ação Humana”, promove uma distinção entre empresário, que é qualquer um que haja intencionalmente (ou *homo agens*), e o promotor, esse último no sentido mais próximo do termo empresário tal como usualmente utilizado na Ciência Econômica. Mas, mesmo essa distinção não é importante, pois Keynes (1985) apenas agregou as decisões individuais, não se preocupando em dividir a sociedade em classes, tal como o fez Kalecki (1985) na sua abordagem do Princípio da Demanda Efetiva.

A consideração conjunta desses quatro pontos anteriores implica na impossibilidade de se afirmar previamente qualquer ponto específico de posição futura do sistema econômico, seja ela estável ou não¹³. Em nível mais específico, Keynes (1985) defendeu que os fatores psicológicos que atuam sobre os agentes, P.L. e EMgC, condicionantes das expectativas individuais, fariam com que os agentes mantivessem seus gastos (*v*) geralmente aquém do ponto de pleno emprego, pela simples necessidade de precaver-se a eventuais desarranjos futuros nesse ambiente incerto em que atuam. Esses pontos confirmam-se como motivos de instabilidade endógena do sistema, seja pelo lado produtivo, com a diminuição dos gastos gerais na economia pelo aumento na P.L. ou queda da EMgC, seja no lado financeiro, como aponta Paula (2014), com a redução de crédito pelo setor bancário motivados por uma maior demanda de ativos líquidos¹⁴.

Uma forma alternativa de considerar conjuntamente esses pontos anteriores é aceitar a incerteza na sua versão radical, como propõem alguns economistas da tradição Austríaca, em que o ambiente de operação dos agentes é tomado em tamanha incerteza que não se pode encontrar os condicionantes de suas decisões (ANJOS, 2015). Isso porque, além das escolhas serem dadas continuamente no tempo, onde uma eventual situação de pleno emprego possa ser imediatamente sucedida por outra, já que ele pode se manter ou não, o caráter da incerteza e seus resultados sobre a demanda dos agentes (sejam P.L., EMgC, ou quaisquer outros) implicam que não se pode determinar de antemão qualquer rumo para a economia¹⁵. Assim, o nível de emprego é, *ex-ante*, indeterminado para todo o futuro, só se conhecendo o nível de pleno emprego de uma economia, e se ele foi atingido, *ex-post*.

Esses cinco pontos apresentados visam ilustrar algumas concordâncias entre as escolas Austríaca e Pós-Keynesiana, escolhidas arbitrariamente por sua influência no objeto de estudo deste trabalho, a teoria da firma bancária e a hipótese da

¹² Embora haja uma clara distinção metodológica entre as duas escolas, abordagem individualista versus holística, essa não cabe aqui, pois, num nível mais geral de análise, só se está observando que o resultado conjunto de todos os indivíduos na economia irá determinar o resultado do processo de mercado num ponto específico do tempo.

¹³ Essa consideração independe de Keynes considerar existente ou não um equilíbrio estável no sistema. A esse respeito, ver a discussão histórica em Ferrari-Filho (2003) e teórica em Silva (2003).

¹⁴ Que se dá pelo aumento da P.L. dos bancos. Isso será melhor discutido nas subseções 2.1 e 2.2.

¹⁵ Esse não é um ponto de concordância dentro da teoria Austríaca. Alguns autores como Hayek (1948), Mises (2010) e Kirzner (2012) defendem que ao longo do tempo há uma maior coordenação dos agentes, implicando uma tendência ao equilíbrio. Outros, como O’Driscoll e Rizzo (1996) e Lachmann (ANJOS, 2015), defendem que a incerteza é tamanha que os processos podem ser descoordenadores, não havendo qualquer tendência para equilíbrio. Essa divergência não impacta no ponto discutido, pois mesmo que se aceitasse a visão da existência de tendência, ela nada diz sobre Pleno Emprego dos recursos.

fragilidade financeira, que serão retomadas nas subseções a seguir e nas seções 3 e 4, quando da comparação entre as diferentes interpretações de cada escola para a solução do problema levantado por Hyman Minsky (2013).

2.1. Teoria da Firma Bancária

A teoria da firma bancária trata do comportamento dos bancos dentro do sistema financeiro¹⁶. Sua história muitas vezes se confunde com a história desse último, e até mesmo com o desenvolvimento das teorias de consumo e investimento, pela contraparte que tem a poupança nessas últimas. Não se pretende aqui fazer uma revisão teórica do assunto, apenas demarcar os pontos centrais que diferenciam a análise Pós-Keynesiana da convencional¹⁷.

Ao delimitar para a firma bancária, esse estudo está restringindo-se às funções do banco como tomador e emprestador de recursos, e o impacto que isso tem no sistema econômico. Como pano de fundo, assume-se a necessidade dessas operações para o funcionamento do sistema capitalista a partir do Princípio da Demanda Efetiva de Keynes, onde são necessários recursos de financiamento para o investimento, na perspectiva de que ele precede a renda¹⁸.

Nas análises clássica e posteriores, a firma bancária é tomada como um agente passivo que faz a intermediação dos recursos entre agentes superavitários e deficitários. Com o desenvolvimento da teoria, incorporou-se a ideia de que os bancos são firmas que atuam nos mercados com os mesmos objetivos das firmas não-financeira, qual seja, a busca pelo lucro. Várias vertentes mostram como os bancos são capazes de administrar seus ativos e/ou passivos num processo de maximização do lucro, que inevitavelmente passa pela definição de um tamanho ótimo para o *spread bancário*, grosso modo, a diferença entre o que um banco recebe e o que ele paga por unidade monetária (PAULA, 2014).

As ideias centrais nas versões mais desenvolvidas dessa teoria não foram de todo descartadas pela corrente Pós-Keynesiana, muitas vezes tomadas como incompletas (PAULA, 1999), pela necessidade de se incluir os bancos como agentes que também possuem preferência pela liquidez (CARVALHO, 2007), a exemplo do que Keynes (1985) mostra resumidamente no capítulo 17 da TG com a teoria da precificação de ativos, e que possuem estratégias empresariais na busca por lucro na composição de seus portfólios mais ou menos líquidos.

Tomar as unidades bancárias como demandantes de liquidez se traduz nos pontos (i), (ii) e (iii) apresentados na seção 2, ou seja, os bancos reconhecem a irreversibilidade das suas decisões, sabem que os recursos emprestados demandam tempo para se traduzirem nos retornos esperados, e que mesmo essas rendas lhes são incertas, tal que buscam manter uma quantidade de ativos líquidos (moeda) guardada para fins precaucionais – da mesma maneira que Keynes (1985) descreveu para os indivíduos no capítulo 15 da TG – implicando interações econômicas como as descritas nos pontos (iv) e (v), com as variações de rumo da dinâmica econômica e nas condições de emprego pelo grau de liquidez preferido pelos bancos, que resultará em maior ou menor quantidade de crédito para investimento (*finance*) na economia.

¹⁶ O sistema financeiro compreende outros agentes, como seguradoras, grupos de investimento, bolsa de valores, instituições públicas normativas que regem o comportamento desses agentes, o Banco Central que emite a moeda oficial etc. Aqui está se tratando exclusivamente do papel dos bancos privados no fornecimento de recursos emprestáveis para os demais agentes.

¹⁷ Para uma revisão do assunto: Paula (1999; 2014), Studart (1999) Carvalho (2007) e Sobreira (2007).

¹⁸ Para uma discussão sobre a precedência do investimento em relação à renda, ver Possas (2016).

Reconhecer que os bancos possuem estratégias empresariais/comerciais num ambiente competitivo com outros bancos implica a necessidade de identificar seus procedimentos e os impactos que eles trazem à dinâmica econômica. Parte da contribuição de Hyman Minsky foi destacar dentre essas estratégias a criação de inovações financeiras e seu papel “potencializador” da instabilidade no sistema econômico¹⁹.

O objetivo dessa subseção foi delinear três conclusões fundamentais para os desdobramentos desse trabalho, que a teoria Pós-Keynesiana reconhece as firmas bancárias como: (a) unidades que operam no mercado motivadas por lucros; (b) atuam sob um ambiente de incerteza e; (c) que possuem preferência pela liquidez.

2.2. Hipótese e Solução da Fragilidade Financeira

Minsky (2013) propõe a possibilidade de instabilidade endógena no sistema econômico pelas operações no sistema financeiro. Os indivíduos ali operantes, motivados por lucros, tenderiam a expandir suas operações que, tomadas num ambiente de incertezas, dependeriam quase que exclusivamente das expectativas sobre as condições futuras, até que houvesse qualquer alteração nesse estado expectacional que levasse a reversão dessas operações, num movimento de contração de crédito, que poria em risco todo o sistema econômico (MINSKY, 2013), a exemplo do que Keynes havia discutido 50 anos antes na primeira publicação da TG, ao tratar do papel da EMgC na decisão de investimentos na economia (KEYNES, 1985). Portanto, o movimento de expansão do crédito pelos bancos é pró-cíclico.

A hipótese da instabilidade financeira centra-se nesse comportamento bancário de concessão de empréstimos²⁰. Com vistas de facilitar a exposição, suponha que todas as unidades operantes no sistema produtivo sejam devedoras ao sistema bancário. Desta forma, segundo Minsky (2013) todas elas podem ser divididas em três categorias: (I) *hedge*, unidades cujo retorno esperado é suficiente para cobrir os juros e o principal da dívida; (II) *especulativa*, unidades em que o retorno que esperam só é suficiente para cobrir o pagamento dos juros, especulando com relação ao futuro para o pagamento do principal e; (III) *Ponzi*, aquelas unidades que não possuem retornos esperados suficientes nem para o pagamento dos juros, necessitando de refinanciamentos para o cumprimento de suas obrigações, tal que tais unidades estão especulando com relação ao futuro para sua viabilidade financeira, mas em muito maior grau que as unidades denominadas especulativas. A preponderância de unidades de um desses tipos caracteriza o sistema como um deles, *hedge*, *especulativo* ou *Ponzi*, respectivamente.

Assim, um sistema *hedge* é sucedido por um sistema *especulativo* ou *Ponzi* de duas maneiras: (A) pela expansão contínua dos empréstimos pelo setor bancário, que nos momentos de euforia possuem expectativas de altos retornos, levando-o a reduzir sua P.L., e com isso promovem a diminuição de suas margens de segurança e a ampliação de compromissos financeiros e; (B) pela variação da taxa de juros promovida pelo Banco Central através de políticas monetárias, que modifica a estrutura de obrigações das firmas não-financeiras pelo novo custo dos empréstimos que assumiram anteriormente, bem como pela alteração do *spread bancário* utilizado

¹⁹ Esse ponto, apesar de importante, é dispensável à análise da instabilidade endógena do sistema econômico, tal que não será discutido em maior profundidade. Para uma análise completa, consultar Gzvitauski (2015).

²⁰ Para uma revisão do assunto, consultar Carvalho (2007) e Paula (2014).

pelos bancos, além do próprio fato de a política monetária modificar as expectativas descritas no item (A) (MINSKY, 2013).

Portanto, a instabilidade financeira é uma condição endógena ao sistema econômico porque independe da verificação de (B), embora ele também promova isso, bastando a situação ser favorável no ambiente de negócios, onde as empresas buscarão ampliar seus investimentos e necessitarão de empréstimos para isso, e como é aí que reside a fonte de lucro do setor bancário, esse tenderá a acompanhar esse movimento expansivo da economia, até o ponto em que haja alguma reversão de expectativas no sistema, quando se iniciará o movimento de contração do crédito, que implicará insolubilidade das operações de unidades *Ponzi* e parte das especulativas, iniciando uma crise econômica pelo processo de falência dessas unidades. Assim, as ações bancárias intensificam a fase do ciclo em que estão operando.

Conquanto esse seja um resumo muito simplificado da hipótese da instabilidade financeira de Minsky (2013), ele é fiel às relações teóricas evidenciadas pelo autor, e suficientemente completo para a discussão das soluções que ele e demais seguidores da tradição Pós-Keynesiana sugeriram para contornar o problema.

A soluções propostas por Minsky (2013) são amplas, e compreendem uma série de controles econômicos, que vão desde o uso de políticas fiscal e monetária, até a regulamentação normativa de diversas atividades econômicas. Conquanto o autor afirme a necessidade de que as políticas propostas devam ser tomadas em conjunto, e até faça a ressalva de que está mais seguro na identificação do problema do que com a sugestão de medidas que o contornem, alguns pontos merecem destaque, por sua recorrência nas discussões sobre crise e teoria da firma bancária, como pode ser visto em Studart (1999), Sobreira (2007) e Paula (2014).

Três pontos da proposta de solução em Minsky (2013) para a fragilidade financeira são de interesse especial desse trabalho, por parecerem contraditórios ao próprio reconhecimento do problema e sua origem, conforme se discutirá na seção 3. São eles:

1. Na presença de um Estado Grande, o Banco Central deve determinar quais são os investimentos viáveis do setor privado a serem protegidos em caso de instabilidade financeira.
2. Responsabilizar as autoridades monetárias pela criação de normas que impeçam os bancos comerciais emprestarem às unidades especulativas e *Ponzi*.
3. O Banco Central como prestador de última instância. Essa ideia é caracterizada pela visão de que, em último caso, o objetivo da política monetária deve ser voltado para socorrer o sistema financeiro de um colapso total, fornecendo liquidez suficiente para isso.

Portanto, a solução de minskyana para a endogeneidade das crises financeiras passa pela robustez do sistema bancário, em que a fragilidade é removida por duas vias: a primeira é evitando o comportamento agressivo dos bancos, através da regulamentação das normas que norteiam os empréstimos e as inovações bancárias que esses promovem a fim de captar maior quantidade de recursos; a segunda é não deixar que a economia entre em colapso, o que também pode ser feito de duas maneiras, discriminando aqueles que merecem ser protegidos por sua viabilidade financeira, ou salvar todo o sistema promovendo a liquidez necessária.

Mesmo atendendo a necessidade apontada por Minsky (2013) de se considerar o conjunto das políticas propostas como um todo, não há como escapar aos resultados individuais esperados dessas medidas aqui apontadas, pois, independentemente das políticas que as venham complementar, há uma interação entre incentivo fornecido, aprendizado dos agentes e os resultados consequentes no sistema econômico.

O objetivo dessa subseção é destacar esses três itens dentro do conjunto das políticas econômicas proposto por Minsky (2013) no enfrentamento da fragilidade financeira, que, grosso modo, podem ser compreendidos a partir do seu denominador comum: solução do problema via intervenção do Estado com o uso de instrumentos de política monetária.

3. O Paradoxo Pós-Keynesiano

O termo Paradoxo Pós-Keynesiano ainda não foi utilizado na literatura econômica com a interpretação aqui proposta²¹. Por sua originalidade, seu entendimento faz necessário recordar as principais contribuições das seções anteriores. Portanto, sob os aspectos destacados na teoria Pós-Keynesiana:

- A relevância dos fatores: (i) tempo histórico; (ii) ambiente econômico de incerteza; (iii) não-neutralidade da moeda; (iv) decisões de investimento determinantes da dinâmica econômica e; (v) incapacidade de sustentação do pleno emprego pelo livre mercado;
- As conclusões da teoria da firma bancária: (a) unidades operam no mercado motivadas por lucros; (b) atuam sob um ambiente de incerteza e; (c) possuem preferência pela liquidez;
- A solução do problema da fragilidade financeira pode ser feita via intervenção do Estado, com o uso de instrumentos de política monetária.

Como foi visto, a teoria Pós-Keynesiana reconhece diversos motivos para a existência e manutenção da incerteza no ambiente econômico. Uma das formas pelas quais os agentes buscam sua redução é através da criação de instituições, que, ao regular ou impor o comportamento dos indivíduos no mercado, permite algum grau de previsibilidade quanto às tendências do agregado das decisões (ou quanto aos padrões como assinalou Hayek), influenciando nas expectativas gerais. Assim, essas instituições balizam diversas escolhas que os indivíduos tomam no dia-a-dia, servindo a eles como forma de sinalização²².

Keynes (1985) argumentou que uma das formas utilizada como base para a formação de expectativas é a convenção, a crença na continuidade das condições preexistentes no momento em que a decisão é tomada. Juntando isso ao método de aprendizagem dos agentes na economia descrita por Keynes, tem-se que eles formam suas expectativas com base no conhecimento do passado e do presente. Portanto,

²¹ Conquanto a originalidade da ideia e definição aqui sugeridas, numa pesquisa sob o termo encontra-se apenas o artigo de Rahman (2011), que o utiliza na discussão entre regulação e liberdade, partindo do confronto de ideias entre Hayek e Keynes, para discutir a legitimidade da intervenção do Estado. Apesar da diferença de significados entre o Paradoxo de Rahman e o utilizado aqui, o pano de fundo entre eles parece ser o mesmo: a proposta de solução que é contraditória à origem do problema.

²² Assim como o consideram a teoria Austríaca em Hayek (1948) e Kirzner (2012), que apontam o sistema de preços de uma economia como principal sintetizador de informações no processo de mercado.

seu conjunto de informações engloba aquilo que se aprende por experiência própria e aquilo que se observa acontecer com os demais (FERRARI-FILHO; TERRA, 2016).

Assim, se uma firma bancária é uma empresa maximizadora de lucros, cujos tomadores de decisão aprendem com as sinalizações dadas pela experiência e observação, como poderão reverter seu comportamento habitual, por mais arriscado que seja, se tem como perspectiva a garantia de salvaguarda pelas autoridades monetárias? Esse é uma contradição muito clara que emerge da comparação entre as origens da hipótese da fragilidade financeira e as soluções propostas. Porém, essa é uma constatação demasiado simples, reconhecida em algumas passagens pelo próprio Minsky (2013). Por exemplo:

Sempre que as autoridades exercem o papel de emprestadores de última instância, elas acabam **consolidando a distorção**. Além disso, sempre que são assim forçadas a intervir, elas criam tensão no segmento saudável do sistema bancário-financeiro. Por isso, uma intervenção bem-sucedida do Banco Central tende a ser seguida por um período de retração e conservadorismo quando unidades sob tensão tentam melhorar sua posição financeira. (MINSKY, 2013, p. 284, grifo nosso).

Mas, o ponto aqui não é a simples contradição entre a atuação das autoridades monetárias e os incentivos adversos fornecidos ao sistema bancário, enquanto sinalização, o que reduziria o problema a uma situação de *moral hazard*, pois não é necessário esperar uma mudança no comportamento dos bancos, basta considerar os impactos sob as expectativas. Ou seja, antes da intervenção, e independentemente dela, o comportamento dos bancos comerciais já é promotor da instabilidade. Mais ainda, pretende-se dar destaque para a consequência disso no processo de aprendizado dos agentes, em como isso modifica seu conhecimento ao longo do tempo, uma vez que o próprio Minsky reconhece que essa interferência no sistema financeiro tem consequências dinâmicas, mas falha ao considerar apenas o lado do Banco Central:

Numa economia capitalista moderna com estrutura financeira complexa, inovações surgem motivadas pelas oportunidades de lucro. As atividades do banco central são como **um jogo de aprendizagem** no qual ele está sempre tentando **afetar o comportamento de um sistema mutante**. Para ser bem sucedido, ele precisa acompanhar a evolução da estrutura financeira (MINSKY, 2013, p. 367, grifo nosso).

Portanto, Minsky (2013) tem conhecimento das influências dinâmicas que os agentes promovem entre si ao longo do tempo. Na passagem acima, tem-se implícito que o sistema financeiro busca ativamente novas formas de aumentar seus lucros a partir das regras vigentes²³, de modo que as autoridades monetárias devem acompanhar essas transformações realizadas pelos bancos no sistema, para impedir que coloquem-no em posição de fragilidade. Uma ideia que não era estranha a Keynes na TG, ao considerar, tratando do incentivo ao gasto dos agentes privados, o alcance da eficácia da política econômica por meio da tentativa-e-erro: “Ao mesmo tempo temos de reconhecer que só a experiência pode mostrar até que ponto convém

²³ Como se vê no exemplo anteriormente mencionado das inovações financeiras.

orientar a vontade popular, incorporada na política do Estado [...]” (KEYNES, 1985, p. 344).

Ocorre que as firmas bancárias jogam o jogo que é colocado pelo Banco Central, de modo que os incentivos para a sua atuação são dados por esse último e pelas oportunidades de lucro do mercado. Não podendo controlar os lucros no setor bancário, a discussão que cerca as propostas de políticas Pós-Keynesiana, no geral, consideram o papel dos incentivos fornecidos pelo governo e as instituições adotadas como sinalizadores para o comportamento desejado dos indivíduos, bem como as políticas de resgate do sistema econômico em último caso. Então, essas instituições são encaradas como forma de diminuir a incerteza, condicionando as expectativas dos agentes, e o Banco Central não foge à regra, pois quando ele:

[...] intervém e socorre organizações que se envolveram em algum tipo de financiamento, **criam-se expectativas** de que ele venha a fazer o mesmo em futuras ocasiões. Dessa forma, ele acaba **promovendo a prática de arranjos do tipo especulativo e Ponzi**, em detrimento da solidez do sistema financeiro. (MINSKY, 2013, p. 372, grifo nosso).

Espera-se que a ideia central discutida no paradoxo já tenha ficado clara nesse ponto, pois ele emerge da contradição entre apontar o problema e apresentar uma solução. Tais contradições podem ser discutidas a partir das próprias sugestões apresentadas anteriormente. Retomando as políticas:

1. “[...] determinar quais são os investimentos viáveis do setor privado a serem protegidos [...]”. Se a viabilidade das unidades depende dos fluxos atuais de caixa, portanto observação necessariamente passada, e dos retornos esperados, condição essencialmente expectada, a arbitrariedade desse tipo de decisão incorreria em deliberada discricionariedade, o que incentivaria as firmas inovar em seus balanços financeiros para apresentar fluxos positivos, tal como as inovações reconhecidas pelos Pós-Keynesianos no setor bancário.
2. “[...] criação de normas que impeçam os bancos comerciais emprestarem às unidades especulativas e *Ponzi* [...]”. Minsky (2013) incorre num equívoco nessa proposta por supor que as autoridades monetárias saibam mais que os bancos comerciais sobre a viabilidade dos empréstimos que eles realizam em relações clientelistas que as autoridades desconhecem. Obviamente há uma diferenciação entre as viabilidades das unidades, mas, como apontado acima, ainda é uma definição baseada em informações subjetivas, onde prevalece a incerteza.
3. “[...] socorrer o sistema financeiro de um colapso total [...]”. Como discutido, na sua interpretação mais simples, implica em risco moral. Numa análise mais profunda, implica sinalizar equivocadamente aos agentes ao longo do tempo, incentivando a manutenção dos comportamentos atuais, no lugar de incentivar uma postura mais segura.

A ideia proposta na utilização do termo paradoxo é fornecer um conceito mais geral, que transpassa a teoria Pós-Keynesiana, pois essa possui uma rica interpretação da sociedade, em especial por seguir a tradição de Keynes (1936) na busca de axiomas baseados no comportamento do mundo real, em detrimento de

hipóteses simplificadoras que nada dizem a respeito da realidade²⁴. Porém, mesmo havendo os louros de reconhecimento do problema, suas propostas, quando interpretadas no limite de suas consequências, podem vir a reforçar a situação que pretendem solucionar, e é essa contradição que se quer destacar.

Um resumo do que se quis apresentar como o Paradoxo Pós-Keynesiano para o caso da fragilidade financeira pode elucidar melhor esse ponto e encerrar a seção adequadamente. Buscou-se ilustrar o fato de que tal corrente de pensamento inova, no reconhecimento das firmas bancárias como empresas capitalistas motivadas pelos lucros, ao encontrar uma possibilidade endógena do sistema econômico iniciar uma crise. Porém, no lugar de deixar tais firmas assumirem as consequências de suas ações no mercado, propõem-se formas de socorrer-las, chancelando decisões equivocadas ao protegê-las dos resultados de suas escolhas.

4. A resposta Austríaca

É curioso notar, no início dessa seção, que a escola Austríaca de economia já se confundiu e era confundida, em seus primórdios, com a tradição hoje conhecida como Escola Neoclássica, já que ambas tiveram seu início ao fim século XIX, com o advento da “revolução marginalista”, até que tivessem suas diferenças bem demarcadas por volta de 1930, com o andamento do debate sobre o cálculo econômico (CALDWELL, 2004). Essa mistura entre as duas escolas teve origem ao inovarem na adoção da teoria subjetiva do valor, pelo uso, matemático ou lógico-dedutivo, da utilidade marginal em suas abordagens.

Essa curiosidade advém do fato de que as teorias ora aproximadas, Pós-Keynesiana e Austríaca, tem como caráter mais geral no pensamento econômico uma crítica comum à vertente Neoclássica, especialmente com base nos cinco pontos apresentados na segunda seção, embora cada uma tenha outros pontos próprios de discordância com relação à ortodoxia.

Ainda considerando alguns aspectos históricos da discussão, temse outro importante debate nos anos 1930 entre Keynes e Hayek, cujas ideias sob os impactos da intervenção do Estado na economia divergiam profundamente. Mesmo após a morte dos dois, tal conflito teórico permanece vivo, pela dinamicidade com que os desdobramentos de suas teorias seguiram. De certa maneira, este artigo faz parte dessa discussão.

Saindo dessa breve digressão histórica, analisa-se a hipótese e solução da fragilidade financeira com base na abordagem Austríaca. Vale ressaltar, como adiantado na introdução, que não se pretende aqui fazer uma revisão de tal teoria, como foi feito para o pensamento Pós-Keynesiano, apenas salientar alguns pontos que merecem destaque, aproveitando-se das semelhanças apontadas na segunda seção.

Seguindo a interpretação de Minga (2014), a análise Austríaca sobre a instabilidade financeira é “supreendentemente semelhante” a dos Pós-Keynesianos, tendo como ponto principal da diferença a aceitação ou não do uso de uma moeda fiduciária. E esse é um ponto que merece destaque, porque na discussão Austríaca o tipo de moeda será mais um dos motivos para a instabilidade sistêmica no capitalismo.

²⁴ Como reforça Sicsú (2003). Para uma discussão acerca das crenças de Keynes na falibilidade das hipóteses adotadas nas teorias liberais, ver Fonseca (2016).

A teoria dos ciclos econômicos na vertente Austríaca incorpora a possibilidade de crises geradas endogenamente na economia. Toda vez que um mau investimento é referendado por uma política monetária expansionista, permitida pelo uso da moeda fiduciária, a estrutura do sistema econômico é distorcida, permitindo investimentos que de outro modo não se verificariam. Isso decorre do sistema de preços ser afetado, sendo os instrumentos monetários a causa da artificialidade do preço do dinheiro/da poupança²⁵ (SOTO, 2010).

E as consequências disso se agravam, pois, de acordo com Hayek (1948), o sistema de preços é um condensador das informações de mercado. Sendo o agente incapaz de ter conhecimento completo acerca da realidade econômica e seus componentes, os preços são sinalizadores de oportunidades de investimento, de excesso de oferta ou demanda (KIRNZER, 2012). Portanto, uma estrutura econômica, num ambiente de incerteza, onde se considera a distância temporal entre decisão e concretização do ato de investir, estará comprometida quando as escolhas realizadas são tomadas com base em preços artificiais, já que se tem aí uma profunda dependência da manutenção de tal artificialidade, o que implicaria em necessidade da irreversibilidade da política monetária em voga. Essa é uma conclusão muito próxima da corrente Monetarista do pensamento econômico, tal como expressa por Friedman (1968).

Assim, a teoria Austríaca do ciclo econômico não defende que na ausência de políticas monetárias ou creditícias não serão ocorrerão recessões, já que ainda existirão planos frustrados no mercado, bem como ajustes de produção de bens de capital nos mais altos níveis (HAYEK, 1948). Ela só aponta que elas serão menos frequentes e de menor impacto, pois os erros serão individuais, e não promovidos por distorções artificiais ampliadas para toda a economia via equívocos/intromissões da autoridade monetária, seja através das políticas monetárias, seja no socorro ou intervenção no sistema econômico (MISES, 2010).

Portanto, a teoria Austríaca não precisa negar a hipótese da fragilidade financeira, apenas as soluções sugeridas por seus promotores, mesmo aceitando interpretar os fenômenos econômicos dentro do campo teórico proposto pelos Pós-Keynesianos, com moeda fiduciária e papel “benéfico” do Banco Central enquanto redutor de incerteza e condicionante de expectativas. O comportamento cíclico da economia pode estar no financiamento capitalista, mas o remédio a ser oferecido pelo governo induz ao comportamento de manutenção da postura de adoção do risco pelos emprestadores, que esperam, por experiências/aprendizados anteriores, que podem vir a ser socorridos.

Então, aceitando-se a hipótese da fragilidade financeira na visão Austríaca, qual seria a solução por ela proposta? Simplesmente deixar a depressão ocorrer, bem como todos os seus efeitos adversos, para que sirva de aprendizado e sinalização ao sistema financeiro, incentivando-os a não abrandar suas margens de segurança. Ou seja, reconhecer os bancos como firmas atuando no mercado na busca de lucro implica, necessariamente, que o governo deve trata-las como as demais firmas não-financeiras, deixando o mercado condicionar seus ganhos e perdas, resultados, em última instância, de suas próprias decisões. E é interessante que isso não seja discutido pelos Pós-Keynesianos, pois entre os pontos de concordância entre as duas teorias estão fatos estilizados da própria Ciência Econômica, tal como a coordenação eficiente do mercado para a sobrevivência das empresas.

²⁵ A teoria Austríaca parte da premissa da necessidade de poupança prévia para realização de investimentos.

Não seria justo deixar de apontar que o próprio Minsky (2013) parece reconhecer essa via de ação como uma das soluções possíveis, tomando-a, de maneira geral, como uma defesa liberal do processo de mercado. Mas esse reconhecimento foi demasiado indireto, ao discutir os processos deflacionários que poderiam conduzir a economia ao pleno emprego. Conquanto tenha reconhecido, não a aceitou por conta dos efeitos subsequentes no sistema econômico, que acreditava serem devastadores:

[...] Moral da história: num mundo de processos financeiros sofisticados, se houver um caminho para o pleno emprego, por meio do efeito Patinkin, pode ser necessário que para se atingi-lo, seja preciso atravessar o inferno (MINSKY, 2013, p. 198).

Em resumo, as instituições nas duas teorias, Pós-Keynesiana e Austríaca, buscam a redução da incerteza futura. Portanto, em ambas abordagens há, na solução da fragilidade financeira, uma instituição implícita, qual seja, reduzir a incerteza quanto ao *comportamento do governo* na crise, sabendo os bancos, como firmas capitalistas, que estarão propícios à falência e desaparecimento, tal como qualquer outra firma não-financeira.

5. Conclusão

Essa pesquisa buscou apresentar um resumo da teoria Pós-Keynesiana que destacasse os pontos de comum acordo com a teoria Austríaca, o que foi feito na segunda seção. Também procurou revisar as teorias da firma bancária e hipótese da fragilidade financeira, discutidas nas subseções 2.1 e 2.2. Na seção três o Paradoxo Pós-Keynesiano foi apresentado e discutido, servindo de base para ilustrar as divergências de proposta econômica entre Austríacos e Pós-Keynesianos quanto ao problema de instabilidade endógena do sistema econômico capitalista, conquanto as convergências teóricas apontadas.

O reconhecimento levantado pelos Pós-Keynesianos, de que os bancos são firmas visando o lucro e promovem instabilidade endogenamente no sistema econômico, deveria implicar que em tratamento como tais no mercado, com a possibilidade implícita de que sua falência é um resultado possível. É esse o princípio por trás do Paradoxo Pós Keynesiano, já que os seguidores dessa corrente são justamente aqueles que sugerem atenção especial ao setor, implicando na manutenção de seu *status quo*, no socorro e regulação desses setores, por não deixar que sejam penalizados, como o são as demais empresas no sistema econômico.

Não foi objetivo do trabalho inovar na apresentação de uma solução ao problema, e nem discutir qual a melhor delas, mas apenas resgatar as duas propostas reconhecidas no próprio Minsky (2013), e debatê-las à luz da teoria Austríaca. Também se identificou, ainda que muito brevemente, as origens dessas propostas no debate entre Keynes e Hayek, e reconheceu-se que este artigo faz parte dessa discussão, tal que seus resultados não poderiam ser mais ilustrativos das divergências entre os dois autores ou seus seguidores, Pós-Keynesianos e Austríacos. Essa é apenas uma de muitas das diferenças se revelam nas divergências fundamentais entre as duas escolas, que por uma questão de delimitação do objeto e espaço não estão discutidas no trabalho, tais como: papel do estado, papel da Ciência Econômica, objetivo da sociedade, entre outras.

Referências bibliográficas

ANJOS, Rodrigo C. **Lachmann e a Teoria do Processo de Mercado: entre o pensamento austriaco e o pós-keynesiano**. Araraquara: PPGE-Unesp, 2015. 96 p. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Economia, Universidade Estadual Paulista, 2015.

AMADEO, Edward J.; DUTT, Amitava K. Os keynesianos Neo-ricardianos e os Pós-keynesianos. In: LIMA, G. T.; SICSÚ, J. **Macroeconomia do Emprego e da Renda: Keynes e os keynesianos**. Barueri: Manole, 2003.

CALDWELL, Bruce, J. **Hayek's Challenge: An Intellectual Biography of F.A. Hayek**. Chicago: The University of Chicago Press, 2004.

CARVALHO, Fernando C. O retorno de Keynes. In: **Ensaio sobre os 80 anos da Teoria Geral**. FERRARI-FILHO, Fernando; TERRA, Fabio H. B (Orgs.). Tomo Editorial: Porto Alegre, 2016.

CARVALHO, Fernando C. Políticas Econômicas para Economias Monetárias. In: **Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea**. SICSÚ, João; PAULA, Luiz F.; LIMA, Gilberto T. (Orgs.). Editora Campus. Rio de Janeiro, 1999.

CARVALHO, Fernando C. Sobre a Preferência pela Liquidez dos Bancos. In: **Sistema Financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro**. PAULA, Luiz F.; OREIRO, J.L. (Orgs.). Editora Campus, 2007.

COSTA, Fernando N. Pós-Keynesianismo e Horizontalismo: preferência pela liquidez e circuito monetário. In: **Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea**. SICSÚ, João; PAULA, Luiz F.; LIMA, Gilberto T. (Orgs.). Editora Campus. Rio de Janeiro, 1999.

DAVIDSON, Paul. Colocando as Evidências em Ordem: Macroeconomia de Keynes versus Velho e Novo Keynesianismo. In: **Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea**. Editora Campus. Rio de Janeiro, 1999

DAVIDSON, Paul. Resgatando a Revolução Keynesiana. In: **Macroeconomia do Emprego e da Renda: Keynes e o Keynesianismo**. LIMA, Gilberto T.; SICSÚ, João (Orgs.). Manole. São Paulo, 2003.

DEQUECH, David. Incerteza num Sentido Forte: Significado e Fontes. In: **Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea**. SICSÚ, João; PAULA, Luiz F.; LIMA, Gilberto T. (Orgs.). Editora Campus. Rio de Janeiro, 1999.

FERRARI FILHO, F & TERRA, F.H.B. Induction as Keyne's Method. In: **Ensaio sobre os 80 anos da Teoria Geral**. FERRARI-FILHO, Fernando; TERRA, Fabio H. B (Orgs.). Tomo Editorial: Porto Alegre, 2016.

FONSECA, Pedro C.D. Keynes: o liberalismo econômico como mito. In: **Ensaio sobre os 80 anos da Teoria Geral**. FERRARI-FILHO, Fernando; TERRA, Fabio H. B (Orgs.). Tomo Editorial: Porto Alegre, 2016.

FRIEDMAN, Milton. The role of monetary policy. **American Economic Review**, v. 58, n. 1, p. 1-17, 1968.

GZVITAUSKI, Tatiana R. **Uma Crise 'à la Minsky'?: uma análise da crise financeira sob a ótica de Hyman Minsky**. Araraquara: PPGE-Unesp, 2015. 105 p. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Economia, Universidade Estadual Paulista, 2015.

HAYEK, Friedrich. A. **Individualism and Economic Order**. Chicago: The University of Chicago Press, 1948.

- KALECKI, Michal. **Teoria da Dinâmica Econômica**. São Paulo: Abril Cultural, 1985.
- KEYNES, John M. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Abril Cultural, 1985.
- KIRZNER, Israel. **Competição e Atividade Empresarial**. São Paulo: Instituto Ludwig Von Mises, 2012.
- LIMA, Gilberto T. **Em busca do tempo perdido**: a recuperação pós-keynesiana da economia do emprego de Keynes. Rio de Janeiro: BNDES, 1992.
- LIMA, Gilberto T. O Império Contra-Ataca: A Macroeconomia de Keynes e a Síntese Neoclássica. In: **Macroeconomia do Emprego e da Renda**: Keynes e o Keynesianismo. LIMA, Gilberto T.; SICSÚ, João (Orgs.). Manole. São Paulo, 2003.
- MENGER, Carl. **Principles of Economics**. New York: New York University Press, 1976.
- MINGA, Eduardo A. P. **Uma Investigação Sobre O Conceito De Não-Neutralidade Da Moeda Na Escola Austríaca E Pós-Keynesiana**. Curitiba: UFPR – PPGDE, 2014. 107 p. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico, Universidade Federal do Paraná, 2014.
- MINSKY, Hyman P. **Estabilizando Uma Economia Instável**. São Paulo: Novo Século, 2013.
- MISES, Ludwig. **Ação Humana**. São Paulo: Instituto Ludwig Von Mises, 2010.
- O'DRISCOLL, Gerald P.; RIZZO, Mario J. **The Economics of Time and Ignorance**. London: Routledge, 1996.
- PAULA, Luiz F.R. **Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia**: uma abordagem keynesiana. Editora Campus, 2014.
- PAULA, Luiz F.R. Teoria da Firma Bancária. In: **Macroeconomia Moderna**: Keynes e a Economia Contemporânea. SICSÚ, João; PAULA, Luiz F.; LIMA, Gilberto T. (Orgs.). Editora Campus. Rio de Janeiro, 1999.
- POSSAS, Mário L. Demanda Efetiva, Investimento e Dinâmica. In: **Ensaio sobre os 80 anos da Teoria Geral**. FERRARI-FILHO, Fernando; TERRA, Fabio H. B (Orgs.). Tomo Editorial: Porto Alegre, 2016.
- POSSAS, Mário L. Para uma Releitura Teórica da Teoria Geral. In: **Macroeconomia do Emprego e da Renda**: Keynes e o Keynesianismo. LIMA, Gilberto T.; SICSÚ, João (Orgs.). Manole. São Paulo, 2003.
- RAHMAN, Sabeel K. Conceptualizing the Economic Role of the State: Laissez-Faire, Technocracy, and the Democratic Alternative. **Polity**, vol. 43, n. 2, p. 264-286, 2011.
- SILVA, Antônio C. M. A Economia de Keynes e a “Armadilha do Equilíbrio”. In: **Macroeconomia do Emprego e da Renda**: Keynes e o Keynesianismo. LIMA, Gilberto T.; SICSÚ, João (Orgs.). Manole. São Paulo, 2003.
- SOBREIRA, Rogério. Racionamento de Crédito e Comportamento da Firma Bancária: uma abordagem Pós-Keynesiana. In: **Sistema Financeiro**: uma análise do setor bancário brasileiro. PAULA, Luiz F.; OREIRO, J.L. (Orgs.). Editora Campus, 2007.
- SOTO, Jesus H. **A Escola Austríaca**. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2010.
- STUDART, Rogério. O Sistema Financeiro e o Financiamento do Crescimento: uma Alternativa Pós-Keynesiana à Visão Convencional. In: **Macroeconomia Moderna**: Keynes e a Economia Contemporânea. SICSÚ, João; PAULA, Luiz F.; LIMA, Gilberto T. (Orgs.). Editora Campus. Rio de Janeiro, 1999.