

INSTABILIDADE E OCORRÊNCIA DE CRISES EM MERCADOS FINANCEIROS: UM ESTUDO A PARTIR DE DIFERENTES CONTRIBUIÇÕES TEÓRICAS^{1,2}

ANA ROSA RIBEIRO DE MENDONÇA*

Resumo: O objetivo do presente trabalho é discutir, a partir de contribuições de autores de diferentes linhas teóricas, particularidades presentes nos mercados financeiros que contribuem para a conformação de um ambiente instável e suscetível à ocorrência de crises. Entre essas particularidades destacam-se: a função transformação exercida pelos bancos; a presença de assimetrias de informações e o racionamento de crédito, discutidos por autores novo-keynesianos; o contexto de incerteza com o qual os agentes se deparam em seus processos de tomada de decisões, como apresentado por Keynes e autores de tradição pós-keynesiana; a discussão realizada por Aglietta acerca do risco sistêmico.

Palavras-chave: instabilidade financeira, mercados financeiros, crises financeiras.

Classificação JEL: G12.

INSTABILITY AND CRISES IN FINANCIAL MARKETS: A STUDY OF DIFFERENT THEORETICAL FRAMEWORKS

Abstract: The main objective of this paper is to present, from different theoretical frameworks, some characteristics of the

¹ Recebido em 06/05/04. Liberado para publicação em 12/10/04.

² Este trabalho é parte do capítulo inicial da tese de doutorado: Os acordos da Basileia: uma avaliação do novo formato da regulação bancária, defendida no Instituto de Economia da Unicamp em fevereiro de 2002. Gostaria de agradecer os preciosos comentários das colegas Adriana Nunes Ferreira e Carla Cortes, que muito contribuíram para o formato final deste artigo. Erros e omissões ainda presentes são de minha total responsabilidade.

* Doutora pelo Instituto de Economia da Unicamp e professora das Faculdades de Campinas (Facamp). E-mail: arrm2@uol.com.br.

financial markets that contribute to construct a instable and susceptible to crises environment. Between these characteristics we will discuss: the transformation function; the asymmetric information and the credit rationing presented by the new keynesians; the uncertainty as treated by Keynes and the post keynesians; and the systemic risk discussed by Aglietta.

Key-words: financial instability, financial markets, financial crises.

JEL classification: G12.

1. Introdução

Historicamente os mercados financeiros têm sido submetidos a aparatos reguladores mais desenvolvidos do que os observados em outros segmentos da economia. A necessidade de regulamentação resulta da existência de particularidades em tais mercados que os tornam inerentemente instáveis e suscetíveis a rupturas. Tais peculiaridades que potencializam a vulnerabilidade dos ambientes financeiros foram tratadas por autores de diferentes escolas teóricas, e recuperar alguns desses elementos é o propósito do presente trabalho. Na primeira seção serão apresentados alguns elementos característicos do funcionamento dos mercados financeiros, entre os quais destaca-se a função transformação exercida pelas instituições bancárias. A discussão conceitual realizada nas seções seguintes será pautada pela apresentação de conceitos como falhas de mercado, assimetria de informações, incerteza, bem como das inter-relações da função transformação exercida pelos bancos e da possibilidade de movimentos de contágio e de corridas bancárias. Finalmente, na última seção, são feitas considerações acerca do risco sistêmico a partir da contribuição de Aglietta, que se utiliza de elementos discutidos nas seções anteriores para a construção de tal conceito. Cabe aqui antecipar a principal conclusão do trabalho. A discussão da função transformação, as assimetrias de informações, a incerteza keynesiana e o risco sistêmico, mesmo partindo de instrumentais analíticos muitas vezes distintos, leva-nos à mesma questão: os mer-

cados financeiros são marcados pela possibilidade de ocorrência de crises que podem se tornar sistêmicas.

2. Instituições financeiras: concessão de crédito e função transformação

Entre as principais funções dos mercados financeiros podem-se destacar: transferir capitais de agentes superavitários (poupadores) para deficitários (tomadores); aglomerar capital; selecionar projetos e monitorar sua implementação; realizar contratos; transferir, dividir e assumir riscos; possibilitar a circulação do meio de troca, ou seja, operar no sistema de pagamentos (Stiglitz, 1993).

As instituições atuantes nos mercados financeiros – bancárias ou não-bancárias – negociam produtos e serviços a ser entregues no futuro, ou seja, operam com promessas de pagamentos. Assim, os agentes dos mercados de crédito e de capitais realizam operações intertemporais, o que implica a operacionalização e muitas vezes até a negociação de riscos e informações, que são mais do que simplesmente processadas, mas adquiridas em contexto de incerteza. A combinação dessas características das operações financeiras cria um ambiente de maior instabilidade nesses mercados.

As instituições bancárias atuam com recursos de terceiros. Isso significa dizer que operam com elevado nível de alavancagem quando comparadas a instituições atuantes em outros segmentos da economia, apresentando baixa relação capital/passivo. Entre aquelas se destacam as depositárias, que têm capacidade de criação privada de moeda, exercendo responsabilidades fiduciárias. Sendo assim, as operações bancárias são respaldadas pela credibilidade depositantes/bancos e bancos/tomadores, o que já era destacado por Bagehot:

“O principal ponto no qual um sistema de crédito se diferencia de outro é a solidez. Crédito significa que uma certa confiança é dada, e uma certa confiança depositada” (1873, p. 22).

A perda de credibilidade em uma ou mais instituições pode ser criada ou exacerbada por movimentos de contágio, ocasionando inclusive crises de confiança. O questionamento pode ser realizado

não só pelo público, formado por agentes emprestadores e tomadores dos bancos, mas em especial pelas próprias instituições financeiras, dada a forte interligação intra e intermercados³. Dessa forma, problemas localizados de liquidez podem apresentar elevado potencial de transmissão e ocasionar distúrbios mais graves e generalizados.

Os bancos destacam-se entre as instituições financeiras vulneráveis a movimentos de contágio e de pânico. Ao oferecer depósitos à vista, os bancos encaram os riscos da liquidez privada, uma vez que garantem aos depositantes, em geral avessos a esse risco, seguros privados de liquidez. A despeito da natureza líquida de seus passivos, e mesmo não sabendo quando vão precisar de liquidez, os bancos preferem a rentabilidade mais elevada das operações ativas de prazos mais longos. Esse mecanismo é conhecido como função transformação exercida pelos bancos (Davis, 1995). A função transformação deve ser entendida dentro da atuação dos bancos como fornecedores de crédito, sendo caracterizada pelo financiamento de empréstimos ilíquidos através de depósitos de curto prazo, garantindo aos bancos papel relevante na intermediação de ativos. Como destaca Freitas,

“Para obter e ampliar seus ganhos, (os bancos) fazem o comércio das dívidas, transformando os prazos de vencimento, assumindo riscos e incentivando seus clientes a utilizar os seus serviços” (1997, p. 64).

Sendo assim, a questão passa pelo descasamento de prazos, ou seja, passivos líquidos e ativos ilíquidos, envolvendo a própria natu-

³ A crescente importância dos mercados interbancários nas últimas décadas, inclusive off-shores como o euromercado, contribuiu para esse processo de alastramento de problemas financeiros. O processo de inovações financeiras e de desregulamentação vivenciados pelas instituições financeiras nas décadas de 70 e 80 possibilitou a erosão das barreiras entre as funções bancárias e não-bancárias das instituições financeiras. A atenuação dessa separação possibilitou que ao mesmo tempo em que um banco fosse depositário, ou seja, participante do sistema de pagamentos, passasse a ser administrador de carteiras. Assim, problemas de liquidez do administrador de carteira (passivos não-monetários), em função do descasamento de prazos entre ativos e passivos, ou de nem sempre estes serem marketables, passaram a potencializar os riscos liquidez para os bancos.

reza destes. Essa questão coloca-se mesmo diante do quadro vigente nas últimas décadas do século 20, conformado pela crescente securitização de ativos, o que pode ser entendido a partir de dois ângulos. Primeiro, mesmo em contexto de crescente securitização dos ativos bancários, parte importante destes é composta de empréstimos, que em geral não são facilmente negociáveis. Segundo, mesmo com o avanço do processo de securitização, com importante parcela do ativo constituída por instrumentos securitizados, a necessidade de venda desses instrumentos em situação adversa pode ocasionar uma depressão em seus preços e assim um descasamento das contas ativas e passivas, não simplesmente com relação a prazo, mas a valor. Em outras palavras: um movimento de retirada de depósitos pode gerar problemas de liquidez para os bancos. Isso porque a necessidade de negociação de instrumentos do ativo, quando esta é possível, pode deprimir seus preços e gerar desconexão entre os valores a pagar e a receber. Por isso, mesmo uma instituição financeira que apresente relação confortável entre valores e prazos de ativos e passivos pode deparar-se com uma situação de iliquidez capaz de gerar insolvência e, em casos extremos, até falência. Assim, mesmo com o crescente processo de securitização de ativos, o formato dos contratos bancários dá margem à ocorrência de corridas bancárias. Uma vez que a credibilidade do banco ou do sistema seja questionada, os depositantes realizam movimentos de retiradas, e outras instituições financeiras deixam de disponibilizar recursos no mercado interbancário, partindo da lógica de que somente os primeiros a chegar conseguirão seus recursos de volta⁴. Esse movimento pode alastrar-se para instituições correlatas ou que operem no mesmo mercado, configurando um processo de contágio.

Movimentos de contágio podem ser detonados por qualquer mudança de percepção de risco da instituição financeira pelos seus emprestadores, depositantes ou instituições financeiras, ou até mesmo pela ocorrência de pânico e/ou corrida em outra instituição ou mercado, já que a falência de uma instituição pode provocar movimentos de contágio porque eleva a incerteza sobre o valor dos ativos

⁴ É a lógica do “first come first served”.

não negociáveis no mercado. Nesse processo, os pequenos depositantes são o elo mais frágil, uma vez que têm dificuldades de acesso e/ou análise de informações que possibilitem tanto uma real avaliação da saúde financeira dos diferentes bancos como a realização de análises diferenciadas. Esses agentes avaliam os bancos de forma homogênea, o que potencializa, na presença de problemas de iliquidez ou em processos de falência, uma tendência à generalização dessa percepção para o mercado como um todo. A ocorrência de corridas e pânico é mais provável quando informações negativas surgem após crescimento rápido do crédito e do nível de endividamento e alavancagem de bancos e tomadores em geral⁵. Davis (1995) afirma que, de forma geral, a presença de assimetria de informações em função da existência de ativos não negociáveis nas carteiras dos bancos é um detonador em potencial. Aglietta (1995a) destaca três fontes de origem do pânico bancário. A demanda contagiosa de depósitos à vista, a quebra de regras de pagamentos interbancários e a deterioração da qualidade do crédito bancário. Além disso, a incerteza macroeconômica exerce papel fundamental nesses momentos de crise de liquidez, afetando de forma importante a confiança que os agentes têm nas instituições financeiras atuantes em determinados mercados ou países.

Os efeitos de corridas e pânico no setor financeiro não se restringem a esses mercados, podendo mostrar-se deletérios para a economia como um todo. Dado o papel ocupado pelo sistema de pagamentos em qualquer sistema econômico, uma vez que todas as operações de compra e venda têm contrapartida monetária e ocorrem em grande parte a partir de instrumentos bancários e sendo os bancos partícipes importantes desse sistema, potencializam-se não só corridas bancárias como também os impactos de problemas dessas instituições sobre outros segmentos da economia. Problemas de insolvência ou mesmo de iliquidez, generalizados ou localizados, podem ocasionar o questionamento da capacidade de participação dessas instituições no sistema de pagamentos e assim problematizar

⁵ Isso porque em períodos de expansão do crédito há sobrendividamento e subavaliação dos riscos.

o funcionamento deste. Se a possibilidade da realização de pagamentos em todos os outros mercados entrasse em colapso, o próprio funcionamento deles estaria sob forte risco⁶. Ou seja, se o lado monetário da operação não puder ser realizado, então todas as operações devem passar por problemas consideráveis (Goodhart, 1995).

Participar do sistema de pagamentos coloca os bancos em uma posição paradoxal. Ao mesmo tempo em que oferecem um bem público ou coletivo que exerce papel fundamental no funcionamento da economia, são instituições capitalistas que visam o lucro e a valorização do capital. Segundo Aglietta:

“Eles [os bancos] são ao mesmo tempo unidades privadas geradoras de lucro e partes de uma rede que oferece um bem coletivo para o conjunto da economia, o mecanismo para efetuar pagamentos e saldar dívidas. ... Por causa de seu duplo papel econômico, os bancos são as unidades nas quais os problemas de solvência e de liquidez apresentam-se inexoravelmente imbricados” (1998, p. 6).

Assim, gerem um bem público a partir da lógica privada e individual do ganho que permeia a tomada de decisões e a adoção de posições estratégicas diante da concorrência com seus pares. Estas podem não se mostrar as melhores posturas possíveis diante da necessidade de estabilidade da gestão da moeda. Decisões capitalistas erradas podem ocasionar problemas de liquidez, solvência e até levar a falências. No caso de instituições bancárias, problemas dessa ordem podem afetar o sistema como um todo. Em outras palavras, há uma clara conexão entre as decisões dos bancos diante da necessidade de valorização do capital e os possíveis efeitos que tais decisões podem trazer para o sistema como um todo.

No entanto, a importância dessas instituições vai além da participação no sistema de pagamentos, sendo fundamental na intermediação de recursos, ou seja, na alocação e distribuição des-

⁶ A história econômica confirma esse argumento. Em momentos de ruptura do sistema de pagamentos, como nos casos clássicos da hiperinflação alemã (1923 e 1948), todo o sistema econômico encontrava-se fragilizado e desorganizado. Ver a respeito Braga (1999).

tes entre os diferentes segmentos da economia, assim como na criação endógena de moeda (Guttman, 1989). Diante do movimento de drenagem dos recursos depositados e emprestados aos bancos, estes podem diminuir a realização de novos e até mesmo não refinar contratos de crédito em andamento, uma vez que tais contratos são instrumentos de difícil negociação que envolvem, em geral, riscos mais elevados⁷. Essa postura pode levar à diminuição da oferta de moeda e à elevação das taxas de juros e dessa forma afetar negativamente as decisões de gastos na economia. Tal linha de argumentação aparece no modelo de Diamond & Dybvig:

“Nosso modelo demonstra três pontos importantes. ... , corridas bancárias causam problemas econômicos reais porque mesmo bancos ‘saudáveis’ podem falir, causando o recall de empréstimos e a finalização de investimentos produtivos. ... corridas bancárias têm custos e reduzem bem-estar social pela interrupção da produção (quando empréstimos são chamados)...” (1983, p. 402-403).

Aglietta (1995a) critica a idéia de alguns autores de que a substituição dos depósitos bancários por instrumentos negociáveis no mercado, como cotas de fundos de investimentos, poderia eliminar os riscos de corridas bancárias. Isso porque, mesmo que comprem cotas de fundos em vez de realizar depósitos à vista, os agentes estão preocupados não só com a liquidez de seus recursos mas também com a garantia de seu valor. Os problemas levantados acima se colocariam também nessa situação. Diferentemente dos depositantes de bancos, será que os cotistas teriam acesso a melhores informações acerca da situação financeira dos fundos? Será que aceitariam a incerteza do valor nominal de seus recursos utilizados como moeda de pagamento? Em geral, os gestores de fundos não são obrigados a montar a totalidade de suas carteiras com instrumentos seguros, cuja liquidação seja imediata a preços previsíveis mesmo nos momentos em que o mercado seja vendedor?

⁷ Certamente os tomadores mais frágeis serão os mais pressionados e prejudicados por essa postura dos bancos.

Algumas considerações podem ser levantadas a partir da discussão das corridas bancárias. A quebra na confiança em um banco depositário, mesmo que possua uma carteira de ativos compatível com a necessidade de pagamento de seus passivos, pode ocasionar corridas de emprestadores como um todo, sejam estes agentes não-financeiros ou outras instituições financeiras, e movimentos de contágio. Assim, as corridas podem ser desencadeadas em momentos de quebra de confiança, o que implica elevado potencial instabilizador. A questão que se coloca é que problemas localizados de iliquidez, não necessariamente de insolvência da instituição, podem ocasionar dificuldades para o sistema como um todo. O elevado nível de alavancagem com que trabalham as instituições financeiras e as divergências de natureza de seus ativos e passivos as tornam mais suscetíveis a movimentos de questionamento por parte dos seus depositantes e, conseqüentemente, mais vulneráveis à ocorrência de corridas, o que é agravado pela existência de importante rede de operações interbancárias, em especial se o banco com problemas for um grande devedor⁸.

Segundo Diamond & Dyvbig, “*a iliquidez dos ativos garante a racionalidade tanto para a existência dos bancos como para sua vulnerabilidade a corridas*” (1984, p. 403). Pode-se dizer que a presença de corridas e movimentos de contágio seja o principal fator de identificação de crises. Assim, a possibilidade ou tendência de generalização de problemas de uma instituição para outras ou mesmo para o mercado como um todo implica a existência de risco para o sistema como um todo.

3. Assimetrias de informações

Entre as justificativas mais freqüentemente encontradas para a existência de regulamentação bancária, encontram-se as falhas de mercado, tais como as externalidades, o poder do mercado e as assimetrias de informações (Santos, 2000). O desenvolvimento das

⁸ Esta rede de conexão entre instituições bancárias é um elemento característico deste setor.

falhas de mercado como instrumental analítico tem origem na construção teórica novo-keynesiana. Esse instrumental analítico foi construído a fim de dar fundamentação microeconômica para a não ocorrência de *market clearing*, ou seja, para explicar por que os mercados não operam da forma mais eficiente possível⁹. Assim, a lógica da eficiência dos mercados permeia a discussão novo-keynesiana de falhas de mercado. No entanto, o uso desse instrumental não ficou restrito a autores novo-keynesianos, sendo incorporado por autores não-ortodoxos, como Aglietta, Dymski e Goodhart. Há que se ressaltar que a apropriação foi do instrumental analítico, não do paradigma da eficiência dos mercados. Aglietta encontra nas idéias de assimetria de informações e falhas de coordenação um caminho interessante e aceito pelo *mainstream* para explicar o risco sistêmico. Ou seja, adapta o uso do instrumental visando atingir seu objetivo, a explicação do risco do sistema. No mesmo sentido, é possível afirmar que Dymski, em seu propósito de discutir a incerteza keynesiana, procura compatibilizar, no contexto dos mercados financeiros, esse conceito com o de assimetrias de informações.

Se por um lado autores não-ortodoxos utilizam-se desse instrumental, por outro lado, a percepção de que falhas de mercado existem e afetam seu equilíbrio levou autores que partem de paradigmas de equilíbrio e eficiência de mercado a aceitar a necessidade de esquemas regulamentários de forma a minimizar tais falhas¹⁰.

3.1. Assimetrias de informações e o funcionamento dos mercados financeiros

A percepção da presença de assimetrias de informações nos mercados financeiros estaria embasada em características dos produtos

⁹ A busca por fundamentos microeconômicos é resultado da discussão com autores novo-clássicos, que criticam a teoria keynesiana pela ausência de fundamentos micro na macroeconomia.

¹⁰ Stiglitz (1993) afirma que a existência de falhas de mercado em si não justifica a imposição de qualquer tipo de intervenção. Mas também não é possível afirmar que seja possível prescindir das regras. Seria relevante designar a regulação de forma correta, apreciando os limites e a abrangência da intervenção do Estado.

e serviços negociados nesses mercados. Estes seriam sobremaneira especializados, o que acabaria por implicar acesso diferenciado às informações pelos diferentes agentes envolvidos. É possível afirmar que assimetrias de informações fazem-se presentes quando, para um dado volume de informações, alguns agentes tenham melhores informações do que os outros e os que sabem menos têm consciência disso (Ees e Garretsen, 1993). Uma discussão sobre a imperfeição ou assimetria de informações nos mercados financeiros é apresentada por autores novo-keynesianos (Stiglitz, 1993; Stiglitz e Weiss, 1981). Esses autores mostram que em função de tais assimetrias os fundamentos da economia do bem-estar social não conseguiriam tratar a questão da eficiência nos mercados financeiros. Isso porque as teorias de padrão de eficiência de mercados baseiam-se na premissa da existência de informações perfeitas. Assim, a ocorrência de informações inadequadas e insuficientes implicaria mercados imperfeitos.

Segundo esses autores, a obtenção e o processamento de informações são fundamentais para a atuação dos agentes do mercado financeiro, como as instituições bancárias e não-bancárias. Diferentemente dos bens negociados em outros mercados, a informação é um bem público, uma vez que seria muito difícil ou custoso excluir alguém do uso desse tipo de produto. Paradoxalmente, a obtenção de informações implica custos. Problemas de informação como bem público nos mercados financeiros surgem em dois contextos:

i) na relação instituições financeiras-investidores, uma vez que dados sobre a solvência das primeiras são essenciais para as decisões de aplicações dos últimos. O uso de informações imperfeitas pode levar investidores, sejam eles agentes financeiros, sejam não-financeiros, a movimentos de corrida bancária em caso de falência de um banco, a partir da percepção de que isso pode ocorrer com outros intermediários financeiros. Assim, os mercados financeiros divergem dos demais em função da necessidade de negociação de um bem público – a informação;

ii) na relação tomador-emprestador. Entre as principais funções das instituições financeiras, em especial bancárias, está a seleção de projetos e o monitoramento do uso de fundos emprestados. Assim, nos mercados de crédito ou de capitais, a existência de assimetria de informações entre os executores do projeto e os agentes

financiadores apresenta-se como questão central no tocante à avaliação do risco de crédito. Em geral, o tomador conhece melhor a probabilidade de inadimplência do projeto, o que pode ocasionar diferentes avaliações do risco por parte de tomadores e emprestadores. Tal assimetria pode ser minimizada pelo monitoramento, mesmo que limitado, que os bancos fazem sobre projetos financiados, o que pode facilitar não só a concessão e renovação de créditos mas também a obtenção de recursos via mercado de capitais, atenuando as externalidades de seleção. Assim, empresas que têm a possibilidade de tomar recursos junto a bancos têm maior capacidade de captar através do mercado de capitais, uma vez que há percepção de que estão sujeitas à supervisão direta ou indireta das instituições emprestadoras¹¹.

3.2. Assimetrias de informações e racionamento de crédito

Ao observar a existência de racionamento de crédito no mundo real, Stiglitz e Weiss construíram um modelo que procura mostrar que pode haver racionamento em contexto de equilíbrio. O racionamento de crédito seria explicitado pela existência de excesso de demanda por fundos à taxa de juros vigentes.

A idéia desses autores é que a taxa de juros não se coloca como único elemento de um contrato de crédito, ou seja, a decisão do emprestador não é pautada somente pelo maior preço encontrado. A classificação do risco do tomador mostra-se fundamental para a decisão de realizar o empréstimo e para a determinação da taxa de juros a ser cobrada por este, sendo a rentabilidade esperada do emprestador função da conjunção entre taxa de juros e riscos do tomador. Não só a competição não se dá somente via preços como também as taxas de juros não se ajustam de forma a igualar oferta e demanda por crédito, ou seja, nesses mercados não há *market clearing*.

¹¹ Os formatos das instituições financeiras e do próprio esquema de regulação podem afetar a intensidade e a forma do monitoramento. Em sistemas como o japonês e o alemão (princípio *hausbank*), onde há maior integração entre bancos e empresas, o acompanhamento é certamente facilitado.

Neles, a lógica segundo a qual o serviço é concedido, ou seja, os fundos são emprestados aos agentes que pagam o maior preço, não funciona. Dadas as características do mercado de crédito, nem sempre os tomadores dispostos a pagar mais são aqueles que vão garantir os maiores retornos para o prestador. Isso ocorre em função dos riscos de quebra do tomador, que poderão ser mais elevados por causa das taxas de juros mais elevadas¹². Desse modo, o retorno esperado pelo prestador pode cair com o aumento do preço cobrado pelos fundos, mesmo que exista excesso de demanda por crédito. Explica-se assim a possibilidade de racionamento de crédito, que ocorre quando há excesso de demanda por crédito à taxa de juros que maximiza o retorno esperado pelo prestador.

Assim, cabe aos bancos encontrar os tomadores que paguem melhores taxas de juros e apresentem melhores possibilidades de pagamento dos recursos emprestados, o que nem sempre é trivial, em especial na presença de assimetrias de informações. As taxas de juros e a exigência de colaterais podem ser usadas como parâmetros. Tomadores dispostos a pagar taxas de juros mais elevadas em geral apresentam riscos maiores, assim como bons pagadores aceitam a exigência de colaterais de forma a diminuir as taxas de juros (Stiglitz & Weiss, 1981; Davis, 1995). Dessa forma, a lógica do racionamento de crédito é permeada pela preocupação dos bancos com a possibilidade de seleção adversa e de risco moral.

Segundo o modelo de Stiglitz e Weiss, a taxa de juros de equilíbrio não é aquela que possibilita a igualação das curvas de oferta e demanda por fundos. No ponto de equilíbrio, onde os bancos maximizam seus retornos esperados, parte da demanda por crédito não é atendida, ou seja, há racionamento de crédito. O racionamento pode dar-se via preços ou quantidades¹³.

¹² Em geral empreendimentos mais rentáveis tendem a ser os mais arriscados. Além disso, para os novo-keynesianos o preço do crédito (taxa de juros) interfere na natureza da operação, uma vez que aumenta o risco de crédito através de efeitos adversos sobre o comportamento dos tomadores de recursos.

¹³ Os autores classificam a situação de racionamento de crédito quando: i. entre demandantes de fundos que parecem idênticos a partir das informações disponíveis aos bancos, alguns recebem recursos e outros não, mesmo

Guttentag & Herring (G&H) utilizam-se da idéia de racionamento de crédito para a construção de um modelo que discute a ocorrência de crises financeiras. Segundo esses autores, tais crises surgem em função de um abrupto crescimento do racionamento de crédito, após períodos nos quais restrições ao crédito tenham sido fortemente atenuadas. O aumento da competição entre emprestadores em períodos de relaxamento de restrições às concessões de crédito pode estimular a saída de credores mais prudentes do mercado, uma vez que os prêmios de risco negociados nos contratos de empréstimos podem já não refletir a real situação de risco, não havendo mecanismos de mercado que assegurem a precificação correta desses riscos. Nestes períodos de expansão da economia, emprestadores acabam concedendo recursos para tomadores com níveis mais baixos de capital, o que gera empréstimos em atraso. O crescimento destes acima de níveis aceitáveis faz com que não se realizem novos empréstimos e se montem mecanismos de forma a diminuir tal atraso. Assim, tomadores que em outros momentos teriam fácil acesso a recursos emprestados, vêem esse acesso ser dificultado, independentemente das taxas que aceitem pagar. Esse grupo de tomadores passa a ser objeto de racionamento de crédito via quantidade. Até mesmo os tomadores previamente considerados de primeira linha passam a pagar elevados prêmios contra falência. Por se tornar mais arriscados do ponto de vista do emprestador, passam a vivenciar racionamento de crédito via preço. Nesse processo alguns devedores, inclusive bancos, podem ser objeto de corridas e assim passar por problemas de liquidez, havendo até a possibilidade de movimentos de contágio para tomadores similares.

Tal movimento também pode ser entendido a partir da posição de capital (capital/ativos) dos emprestadores. Em situações de expansão da economia, tal posição tende a cair, tornando-os mais vulneráveis a choques, sem que tenham completa percepção desse processo, pelo menos até que um choque de confiança ocorra. Um choque,

que aceitem pagar taxas de juros mais elevadas; e ii. há grupos de indivíduos que, para dada oferta de crédito, não conseguem obter empréstimos a qualquer taxa de juros (Stiglitz e Weiss, 1981, p. 249-250).

mesmo que de pequenas proporções, pode causar forte elevação do racionamento de crédito, gerando crise.

Por isso o modelo sugere que a reversão da situação de abundância para a de escassez de crédito é marcada pela idéia de subavaliação dos riscos. Sugere também que, em eventos incertos como as crises financeiras, há um descolamento da percepção dos riscos dos agentes com relação à realidade. Dessa forma, tendo em vista as conclusões do modelo de G&H, é possível relacionar o racionamento de crédito à existência de crises financeiras.

A idéia de assimetria de informações é utilizada por ampla gama de autores, mas o papel desse instrumental diverge nas diferentes estruturas apresentadas. O conceito de assimetrias de informações tem origem na discussão novo-keynesiana acerca da existência de falhas de mercado. Para esses autores, tais as falhas explicam a presença de imperfeições nos mercados financeiros, afetando de forma adversa a operacionalização de mercados eficientes. Assim, a despeito de os autores tratados perceberem que a existência de assimetrias de informação pode contribuir para a formação de corridas bancárias e dessa forma para a instabilidade dos mercados financeiros, o foco de suas preocupações encontra-se no resgate da eficiência dos mercados, e não na possibilidade de risco sistêmico.

4. Incerteza

Keynes foi um dos primeiros autores a enfatizar a importância da incerteza do futuro, conferindo às expectativas um papel fundamen-

¹⁴ A despeito da importância assumida pela incerteza na lógica apresentada por Keynes, este não foi o primeiro autor a colocá-la no centro da discussão. Knight já o havia feito em *Risk, uncertainty and profit*, de 1921. A discussão em torno das expectativas ganhou espaço importante no debate econômico nos anos 70, quando foram assimiladas por autores ortodoxos. Apresentavam-se, então, como expectativas racionais dos novos clássicos não mais as expectativas com relação ao futuro incerto, discutidas por Keynes. Esses autores mudaram o foco da discussão de incerteza realizada por Keynes. Enquanto este destacava o papel das expectativas sobre as decisões de gastos em investimento e a preferência pela liquidez, aqueles discutem os efeitos

tal no processo de tomada de decisões dos agentes econômicos¹⁴. Seguindo essa tradição, alguns autores discutem o conceito de incerteza, preocupando-se com suas possíveis implicações no funcionamento da economia. Tendo em vista os objetivos do presente trabalho, a discussão sobre incerteza é pautada pela preocupação de como ela afeta a estabilidade dos mercados financeiros. Essa discussão será feita a partir de dois elementos distintos que podem ser compreendidos da idéia de incerteza: mensurabilidade e formato.

4.1. Incerteza: mensurabilidade e formato

A discussão acerca da mensurabilidade da incerteza é permeada por dois níveis de questões: o conceito de realidade externa com a qual os agentes tomadores de decisões se deparam e a capacidade desses agentes de entender tal realidade (Davidson, 1995).

Para autores que partem da existência de um mundo econômico real imutável, no qual informações quanto ao futuro podem ser processadas a partir de dados passados e presentes, a incerteza é mensurável¹⁵. Assim, os agentes econômicos podem, incorrendo em alguns custos, utilizar-se de dados passados e presentes para calcular a probabilidade de que determinado evento ocorra com considerável grau de confiança. Esse conceito de incerteza mensurável é bem próximo ao de risco, que pode ser calculado a partir de funções de probabilidade. Sendo assim, nesse ambiente de incerteza mensurável, as questões centrais para os agentes tomadores de decisões seriam como obter informações confiáveis do mercado e quais os custos de processamento delas para antecipar os eventos futuros.

das expectativas sobre as conseqüências da política monetária e fiscal, dando ênfase ao papel do conhecimento dos agentes e ao acesso destes a toda gama de informações que têm relevância econômica (Palley, 1993).

¹⁵ Teóricos ortodoxos do século 19, em especial marginalistas que partiam da concorrência perfeita, acreditavam que os agentes econômicos tinham total conhecimento da realidade econômica imutável. Autores da teoria ortodoxa mais recente podem não mais partir da existência de conhecimento perfeito, mas continuam partindo da premissa de que o mundo real não muda, o que possibilita o cálculo de probabilidades de eventos futuros com base em dados passados e presentes.

Alguns autores, tendo Keynes como ponto de partida, acreditam na existência de um mundo econômico real que, em algumas de suas dimensões, é mutável. Nesse mundo onde mudanças ocorrem, cálculos da probabilidade de eventos futuros a partir de informações passadas e presentes podem não apresentar resultados relevantes, mesmo que os agentes tenham acesso e capacidade de processamento dessas informações. Para Keynes e para autores pós-keynesianos, a incerteza, que exerce papel central no processo de tomada de decisões dos agentes econômicos, é imensurável dada a transmutabilidade da realidade econômica com a qual esses agentes se deparam. Assim, fundamenta-se a diferenciação entre risco e incerteza na dinâmica de funcionamento do mundo real¹⁶.

Em processos nos quais as decisões a tomar são rotineiras e repetitivas, nos quais é possível aceitar a existência de relativa imutabilidade ao menos no período considerado, em geral em prazos curtos, o cálculo do risco probabilístico pode mostrar-se viável. No entanto, em ambientes sujeitos a transformações, as decisões econômicas são tomadas sem que seja possível o uso de previsões de eventos futuros a partir de informações presentes. Nestes, a incerteza não pode ser reduzida a eventos probabilísticos, sendo o futuro imprevisível. Não se pode assumir o postulado que diz que indivíduos usam distribuição de probabilidade subjetiva ou objetiva ao tomar suas decisões diante da incerteza.

Sendo assim, até mesmo autores que discutem a importância da incerteza no mundo real e preocupam-se com as implicações dela na dinâmica do processo econômico aceitam que em alguns momentos é possível que os agentes, em seus processos de tomada de decisões, deparem-se com ambientes marcados pela existência de

¹⁶ Segundo Davidson (1995), chamado por alguns de keynesiano fundamentalista, a diferenciação entre risco e incerteza, pautada pela existência ou não de mutações na realidade econômica, teria sido uma das grandes contribuições de Keynes. A imensurabilidade da incerteza é discutida por esse autor a partir das diferenças entre processos ergódicos e não-ergódicos. Nos processos ergódicos, a incerteza seria passível de mensuração através de regras de probabilidade, envolvendo a idéia de risco. A discutida idéia de incerteza imensurável e a conseqüente não aplicabilidade da teoria da probabilidade caracterizariam os processos não-ergódicos.

riscos mensuráveis, e não de incerteza imensurável. No entanto, segundo Keynes, as decisões econômicas mais importantes, entre as quais as referentes a investimentos, acumulação de riqueza e mercados financeiros, seriam tomadas em ambientes marcados pela incerteza imensurável (Davidson, 1995). Tal imensurabilidade seria diretamente proporcional ao nível de instabilidade reinante na economia ou mercado em questão. Quanto mais instável, mais rápidas e intensas seriam as mudanças nas condições de mercado. Assim, quanto mais turbulentos os mercados, maior o nível de incerteza que permeia a tomada de decisões dos agentes, ou seja, “... *quando a economia, e nossas expectativas desta, torna-se mais turbulenta, as restrições à mensurabilidade da incerteza assumem crescente importância*” (Dow, 1995, p.117).

Ao lado da mensurabilidade, a incerteza pode ser pensada a partir do formato que assume. Segundo Rotheim (1995), é possível diferenciar os conceitos de incerteza epistemológica e ontológica, estando ambos formatos presentes na obra de Keynes. A incerteza epistemológica está associada à percepção dos agentes quanto a sua incapacidade de compreensão e conhecimento de alguns elementos presentes no mundo real. Em outras palavras, a lógica por trás dessa idéia de incerteza seria: “*Simplemente nada sabemos a respeito*” (Keynes, 1937, p. 171). O conceito de incerteza ontológica surge do caráter interativo das ações dos diferentes agentes, estando associado ao não conhecimento de elementos que ainda serão criados. O conhecimento da realidade externa sobre a qual as decisões devem ser tomadas só é efetivamente obtido após a concretização destas. Isso porque o agente econômico existe e atua dentro de um contexto social, afetado pelas decisões dos agentes individuais, assim como afeta tais decisões. O agente econômico só tem sentido quando se percebe organicamente ligado aos outros agentes e ao ambiente no qual toma decisões, influenciadas por diferentes elementos que podem ser histórica e/ou contextualmente conhecidos, epistemológica e ontologicamente incertos¹⁷ (Rotheim, 1995). Assim:

¹⁷ Rotheim (1995) constrói uma classificação dos elementos importantes para suas decisões a partir do nível de conhecimento dos agentes: i) elementos

“Incerteza resulta da interação seqüencial entre os agentes envolvidos em um processo de tomada de decisões. Não importa a sofisticação da capacidade dos agentes de processamento, uma vez que todas as informações relevantes não existem” (Fontana, 2000, p. 30).

4.2. Incerteza e instabilidade

Uma vez discutidas as idéias de mensurabilidade e formatos da incerteza e, em especial, o conceito de incerteza ontológica, há que se pensar uma questão fundamental: como interagem a existência da incerteza e a estabilidade econômica. Essa interação parece ter mão dupla. Que a incerteza cresce em períodos marcados pelo aumento da instabilidade é uma idéia clara. Mas a questão que aqui se coloca é como a presença da incerteza pode afetar a estabilidade do sistema.

Como discutido acima, as economias capitalistas são marcadas pela presença de incerteza, devido a suas constantes transformações. Ao tomar decisões, os agentes econômicos deparam-se com situações de incerteza, que, segundo alguns autores, podem apresentar diferentes graus. Os agentes econômicos vêem-se diante de um mundo real sujeito a transformações, no qual cálculos da probabilidade de eventos futuros a partir de informações passadas e presentes podem não se mostrar relevantes. A incerteza existe porque os agentes não conhecem o futuro, mas, em especial, porque não têm como adiantar os efeitos de suas ações e de outros agentes relevantes sobre o mundo real. A questão que se coloca diante desse ambiente de incerteza é: como os agentes tomam decisões, em especial quando percebem que elas podem alterar o estado do mundo real e que um possível retorno ao contexto prévio, em caso de arrependimento, pode mostrar-se custoso se não inviável? A resposta dada

conhecidos que nos dão a confiança de que o que esperamos irá acontecer; ii) elementos de que não temos total conhecimento, mas que apresentam subsídios de natureza histórica e contextual para o embasamento de nossas decisões; iii) elementos sujeitos à incerteza epistemológica; e iv) elementos sujeitos à incerteza ontológica.

por Keynes é que os agentes guiam-se por *animal spirits*, postergam as decisões ou utilizam-se de convenções, tornando-se possível associar estas últimas à idéia de instabilidade.

Sendo o ambiente no qual os agentes econômicos tomam suas decisões marcado pela incerteza, uma das formas encontradas por eles para fazer face à falta de informações que permeia as tomadas de decisões é a adoção de comportamento convencional. Ao recorrer às convenções, os agentes supõem que a atual situação dos negócios continuará por tempo indefinido, a não ser que existam motivos concretos para acreditar que alguma mudança deve ocorrer. Convém destacar que essa postura dos agentes não significa que eles acreditem que mudanças não vão ocorrer, mas que, tendo em vista as informações disponíveis, confiam que a avaliação do mercado seja a melhor dentro das possibilidades. Nas palavras de Keynes:

“Efetivamente, estamos supondo que a avaliação do mercado existente, seja qual for a maneira que a ela se chegou, é singularmente correta em relação ao nosso conhecimento atual dos fatos que influirão sobre a renda do investimento, e só mudará na proporção em que variar o dito conhecimento, embora no plano filosófico esta avaliação não possa ser univocamente correta, uma vez que o nosso conhecimento atual não nos fornece as bases suficientes para uma esperança matematicamente calculada” (1936, p. 111).

Se por um lado a adoção desse tipo de comportamento pelos agentes proporciona relativa estabilidade ao movimento econômico, por outro, em algumas situações, pode gerar ou agravar quadros de instabilidade, em especial quando se discutem decisões tomadas em mercados financeiros. Isso porque a adoção de convenções gera tomada de posições na mesma direção, o que cria certa socialização do comportamento dos agentes. Esse posicionamento tende a agravar ondas de otimismo e pessimismo, que implicam entradas e saídas, em bloco, de posições assumidas em determinados produtos e/ou mercados financeiros¹⁸. Frustrações das expectativas que nortearam

¹⁸ Os efeitos do fluxo de capitais em direção aos mercados de economias em desenvolvimento, como as asiáticas na década de 90, mostram-se

a adoção do comportamento convencional – ou seja, descolamento entre a convenção adotada pelos agentes e o movimento efetivamente verificado na economia – podem gerar perdas relevantes¹⁹. Tais perdas podem ocasionar crises, movimentos de pânico e fuga de posições, contágio e, dependendo da magnitude e da importância das posições coletivas, levar ao risco do sistema.

Por outro lado, a postergação da decisão só é possível em função da existência de ativos que garantam a manutenção dos recursos na forma líquida, possibilitando que a decisão seja tomada em outro momento, no futuro. Assim, nesses momentos, os agentes apresentam uma crescente preferência pela liquidez, uma vez que, segundo Keynes, o dinheiro é o elo entre o presente e o futuro. Em momentos de aumento de incerteza, os agentes tendem a procurar posições mais líquidas, o que em um mundo de finanças securitizadas é capaz de piorar o movimento de queda dos preços dos ativos e agravar ou mesmo gerar situações de elevada fragilidade. Assim, a existência de incerteza pode acentuar a instabilidade do sistema.

4.3. Incerteza e assimetria de informações nos mercados financeiros

Dymski (1993) faz um esforço importante para tornar compatíveis, no contexto dos mercados financeiros, os conceitos de incerteza, tal como trabalhado por autores pós-keynesianos, e o de assimetrias de informações, construído no bojo da discussão novo-keynesiana. Nesse sentido, o autor destaca que o significado da incerteza keynesiana presente nos discutidos mercados seria pautado por algumas questões: i) faltam aos agentes informações sem custos acerca dos verdadeiros problemas da economia; ii) nos mercados de

elucidativos de como o comportamento dos agentes em conjunto pode afetar negativamente a estabilidade dos mercados.

¹⁹ Há que se destacar que essas perdas são exacerbadas em contextos marcados pela busca dos agentes por posições mais líquidas, em resposta à acen-tuação da incerteza. Esses movimentos de mudança de posição podem levar a variações abruptas nos preços dos ativos, em especial com base na nova dinâmica dos mercados financeiros inaugurada a partir das transformações nas décadas de 80 e 90.

crédito, os emprestadores não conseguem obter informações suficientes de forma a avaliar a situação do tomador em cada situação provável do futuro e assim calcular a probabilidade de cada situação possível²⁰; iii) os agentes nem sempre têm elementos para avaliar em que sentido os resultados obtidos foram causados por suas decisões; e iv) essa ausência de parâmetros que marca as situações de incerteza implica a impossibilidade de prevenção do risco sistêmico.

Diante desse quadro de falta de informações e ausência de parâmetros, os agentes fundamentariam suas decisões em regras. Assim estas seriam *rule-governed*, ou seja, fundamentadas no comportamento convencional. Observando-se uns aos outros, os agentes estariam se protegendo. Em casos de crise sistêmica, as instituições financeiras que apresentassem posições parecidas com as observadas no mercado teriam maiores chances de ser resgatadas em casos de falência do que teriam se tivessem posições diferentes da maioria. Isso posto, é possível depreender das afirmações de Dimsky que a incerteza presente nos mercados financeiros, em especial nos bancários, é influenciada pela existência de assimetrias de informações. Na verdade esse autor acredita existir uma complementaridade entre os conceitos de assimetria de informações e incerteza, o que implica que estudos sobre a estrutura financeira devam considerar ambos os aspectos, em função do contexto mais amplo vivenciado pelos mercados. Em períodos de tranqüilidade, o comportamento dos bancos poderia ser entendido a partir de decisões sob assimetria de informações. No entanto, em fases de turbulência, caberia uma análise do comportamento dos bancos a partir do instrumental da incerteza fundamental²¹. A idéia

²⁰ Neal (1996) acredita que este posicionamento é extremado, uma vez que os bancos são capazes de levantar, no mínimo, algumas informações quanto ao futuro e assim avaliar a capacidade de pagamento dos tomadores potenciais. É possível até classificá-los a partir do tipo de empréstimo que está sendo tomado e assim avaliar o risco da atividade em questão. A avaliação pode não ser possível em termos cardinais, mas certamente o é em termos ordinais.

²¹ Ees e Garretsen (1993) discordam desta possibilidade de complementaridade proposta por Dymki. Isto porque estes conceitos são tratados a partir de diferentes visões de comportamento do mundo real, não podendo haver consistência lógica entre esquemas que partem da ergodicidade e da não-ergodicidade.

de complementaridade também é apresentada por Neal (1996), que acredita que o comportamento dos agentes nos momentos de decisões deve ser pensado dentro do espectro de suas possibilidades, sendo em alguns momentos pautado pelos cálculos de riscos e em outros por regras e convenções.

Fazzari, S. & Variato (1994) discutem a existência de restrições à realização de empréstimos nos mercados financeiros, associando-as à presença de incerteza e assimetrias de informações. Acreditam ser inócuo o debate acerca da origem desses constrangimentos, se estes seriam resultado da existência de assimetrias ou da incerteza, uma vez que “*os dois conceitos estão inerentemente ligados no mundo real*” (p. 364). A explicação para tal conexão seria que, em ambientes marcados pela incerteza, as expectativas sobre o futuro seriam influenciadas não só por elementos objetivos mas também pelas interpretações que os agentes fazem destes. Assim, mesmo que os agentes tivessem acesso às mesmas informações, ou seja, que houvesse informações simétricas, poderiam interpretá-las de formas diferentes para a formação de suas expectativas quanto ao futuro, o que envolveria a existência de assimetrias de informações, isto é, “... *incerteza, através da necessidade de interpretação antes da atuação, implica na existência de assimetrias de informações em qualquer contexto do mundo real*” (Fazzari, S. & Variato, 1994, p. 364).

Cabe por fim ressaltar que, tendo em vista a discussão realizada pelos autores acima destacados, é possível afirmar que as idéias de incerteza e de assimetrias de informações em mercados financeiros não sejam excludentes, a despeito das grandes diferenças presentes nos arcabouços teóricos que dão origem a esses conceitos. São idéias diferentes, e não antagônicas, que podem coexistir e afetar de forma conjunta, em maior ou menor grau em função das condições vigentes, o comportamento dos agentes atuantes nos mercados financeiros, influenciando a dinâmica de tais mercados.

O conceito de incerteza é construído a partir da percepção de que o ambiente econômico é marcado pela possibilidade de ocorrência de mutações. Dessa forma, cálculos de probabilidade de eventos futuros a partir de informações passadas e presentes nem sempre apresentam resultados relevantes. A adoção de comportamentos convencionais é uma forma encontrada pelos agentes para

atenuar a incerteza que marca alguns processos de tomadas de decisão. A formação de convenções implica a tomada de decisão em bloco e gera a socialização do comportamento, o que pode contribuir para a estabilidade do sistema. No entanto, em situações em que ocorrem fraturas entre o comportamento coletivo adotado e o movimento econômico, coloca-se a possibilidade de crises financeiras, que a partir de movimentos de contágio podem se transformar em sistêmicas.

5. Risco do sistema

Mudanças não antecipadas nos preços e/ou quantidades em mercados de crédito ou ativos financeiros podem gerar distúrbios nesses mercados. Tais distúrbios são capazes de levar a falências bancárias, que ocasionam rupturas no sistema de pagamentos e problemas na capacidade de alocação de capitais nos mercados financeiros. Esse transbordamento de problemas localizados em algumas instituições ou mercados para o sistema financeiro como um todo, e os possíveis efeitos sobre o funcionamento de outros segmentos da economia, caracteriza o conceito de risco sistêmico.

Os mercados financeiros mostram-se particularmente vulneráveis ao risco do sistema, uma vez que, em situações de crise, apresentam elevado potencial de propagação do risco entre os diferentes mercados. Essa maior sensibilidade pode ser entendida a partir de características destes mercados: a função transformação exercida pelos bancos e os possíveis movimentos de contágio que podem resultar desta, a existência de assimetria de informações e o ambiente de incerteza no qual os agentes tomam suas decisões. Aglietta levanta algumas hipóteses sobre a relação entre o funcionamento dos mercados financeiros e a potencialidade do risco sistêmico. A primeira diz respeito à existência de assimetrias de informações nos mercados de crédito, o que levaria a uma subestimação do risco e a um conseqüente sobrendividamento, agravando a fragilidade financeira. A segunda passa pela idéia de formação de preços dos ativos negociados nesses mercados em condições de liquidez restrita, que provoca a alternância entre euforia e desilusão por causa da

interação dos posicionamentos dos vários agentes do mercado e pode levar a comportamentos coletivos como contágio e pânico²².

Segundo esse autor, o risco sistêmico não é uma simples sobreposição de riscos independentes, mas sim de riscos que se influenciam mutuamente, resultando da interação dos comportamentos dos agentes e do contexto macroeconômico. Essa interação advém do ambiente incerto no qual os agentes tomam suas decisões. Nesse processo os agentes deparam-se com dois tipos de incerteza, relacionadas ao comportamento dos demais agentes e à indefinição do futuro²³.

Diante de situações de risco, os agentes reagem de forma racional, mas esse comportamento, em vez de levar a uma situação de melhor diversificação e distribuição dos riscos, pode, em alguns momentos, aumentar a insegurança geral, ou seja, potencializar o risco do sistema²⁴ (1995a). Assim, o autor credita a possibilidade de risco sistêmico não ao comportamento irracional dos agentes, mas sim à interdependência da atuação destes, condicionada pelo ambiente de incerteza. Não se coloca em questão que os agentes são racionais, mas o autor trabalha com a idéia de uma racionalidade específica, a que chama de “racionalidade situada”, condicionada pela interação dos comportamentos individuais em ambientes marcados pela incerteza²⁵.

²² É amplamente difundida entre os agentes dos mercados financeiros a idéia de que as consequências de posições individuais de risco e até iliquidez são bem mais graves quando elas diferem daquelas tomadas pela média do mercado.

²³ Convém lembrar, como o faz Aglietta (1998), que a atividade financeira é marcada pela existência de apostas sobre apostas, formalizadas em contratos de dívidas. As apostas são montadas em contextos de incerteza e só existem em função da existência de divergência de opiniões quanto a este futuro incerto. A frustração inesperada de apostas construídas sobre posições alavancas pode gerar desequilíbrios patrimoniais irreparáveis e colapsos das instituições envolvidas.

²⁴ É possível afirmar que as estruturas financeiras não são neutras e influenciam o equilíbrio macroeconômico. O contexto macro é capaz de afetar o comportamento micro dos agentes individuais, mas a conjunção do comportamento dos diferentes agentes pode afetar a situação macroeconômica.

²⁵ Aglietta constrói o conceito de “racionalidade situada” com base em algumas hipóteses acerca das interações interindividuais em ambiente de incerteza: i) os agentes econômicos deparam-se com desequilíbrios financeiros incertos, ou seja, imprevisíveis e não sujeitos à análise de probabilidade;

A partir disso, pensar o risco de forma “substantiva” não tem sentido. É preciso discutir o comportamento dos agentes de modo a explicitar as interações estratégicas. Com esse intuito, o autor parte de algumas hipóteses: da miopia intrínseca e da complementaridade estratégica.

Com base na percepção da interatividade dos comportamentos dos agentes, Aglietta introduz a idéia de falhas de coordenação. Estas seriam ocasionadas pela interdependência do comportamento dos agentes e impediriam os agentes de perceber os efeitos de suas ações, delineadas em nível individual e de forma racional, sobre os outros e sobre o mercado como um todo. Segundo Aglietta:

“Há uma falha de coordenação quando melhoras no bem-estar social são possíveis, mas não podem ser alcançadas por ajustes de mercado, pois nenhum agente privado encontra incentivo para desviar-se do equilíbrio existente” (1998, p. 3).

Assim, as falhas de coordenação existiriam quando, apesar de mudanças de estratégia dos agentes poderem levá-los a uma situação de ganhos maiores (para todos), nenhum deles tendesse a mudar de comportamento, mesmo que atuassem de forma racional. Essas falhas exprimiriam a “... *ineficácia da coordenação pela racionalidade individual* ...” (Lima, 1998, p. 8). Dessa forma, as falhas de coordenação mostrariam que, mesmo que os agentes tomassem decisões a partir de sua racionalidade micro, a posição macro resultante não seria a melhor possível. Essas falhas podem levar a situações nas quais várias posições de equilíbrio são possíveis, sem que nenhuma delas implique maior ou menor racionalidade que a outra. Assim, estas conduziriam a um estado de equilíbrios múltiplos, não havendo uma situação melhor que a outra. De acordo com Lima, seriam “... *situações em que se realiza mais de um equilíbrio, sem que um deles implique maior ou menor racionalidade do que outros, como*

ii) estes são endógenos, resultantes de ações não intencionais de outros agentes; iii) os agentes não podem reagir aos desequilíbrios sem criar antecipações cruzadas através de suas situações financeiras; iv) os preços dos mercados de ativos não se pautam pelas informações pertinentes à formação das antecipações, sendo as posições financeiras herdadas do passado muito importantes (1992, p. 10).

os que decorrem de falhas de coordenação em situações que envolvem complementaridades estratégicas ...” (1998, p. 9). O estado macroeconômico no qual o risco sistêmico está presente pode ser chamado de anormal, uma vez que:

As falhas de coordenação seriam resultado do próprio modo de organização e funcionamento do sistema financeiro, podendo agravar as assimetrias de informações e ocasionar externalidades geradoras de maior fragilidade financeira. Essa maior fragilidade se expressaria em dois momentos distintos, antes e depois de realizada a negociação financeira, pela ocorrência de seleção adversa (anti-seleção) e risco moral. A seleção adversa teria importância antes da realização da negociação, ou seja, antes da concessão do crédito. Seria caracterizada pela incapacidade dos emprestadores de avaliar de forma sempre correta os riscos dos tomadores e a possibilidade destes de se tornar devedores (maus pagadores). O risco moral seria resultado de, uma vez realizada a operação, ou seja, concedido o crédito, os tomadores sentirem-se estimulados a assumir posições de risco mais elevado em face da maior rentabilidade em potencial. Essa postura poderia ser interessante para o tomador, mas não para o emprestador, uma vez que riscos maiores afetariam o potencial de não pagamento dos empréstimos. O risco seria agravado pelo limitado raio de manobra que emprestadores têm para acompanhar e atuar sobre o uso dos fundos (contratos incompletos).

Dada essa dinâmica dos mercados financeiros, marcada pela existência de interações entre comportamentos de diferentes agentes, ocasionadas pelo contexto de incerteza e na presença de assimetrias de informações e de falhas de coordenação, Aglietta propõe a formulação de um novo conceito de equilíbrio econômico²⁶. Admite a existência de equilíbrios múltiplos, em que todos os caminhos são dependentes e variados²⁷. Entre as várias posições possíveis, estariam equilíbrios normais e anormais, sendo o risco sistêmico

²⁶ A idéia de equilíbrios múltiplos também é trabalhada no modelo de D&D. Segundo este, a vulnerabilidade dos bancos a corridas seria resultado dos equilíbrios múltiplos com diferentes níveis de confiança (1984, p. 402).

²⁷ Os equilíbrios poderiam apresentar-se como pontos fixos, ciclos estacionários, pseudociclos irregulares auto-suficientes, caos não explosivos (Aglietta, 1995).

a realização de ajustes que levam de uma área de equilíbrio normal para outra de anormal²⁸ (Aglietta, 1995b).

Como observado acima, ao construir o conceito de risco sistêmico, Aglietta utiliza-se de elementos presentes em outros arcahouços discutidos aqui, tais como a incerteza ontológica e as assimetrias de informação.

6. Considerações finais

O objetivo do presente trabalho foi discutir, a partir das contribuições de autores de diferentes linhas teóricas, especificidades presentes nos mercados financeiros que colaboram para a conformação de um ambiente inerentemente instável e sujeito a rupturas, isto é, suscetível à ocorrência de crises. Entre essas especificidades destacam-se: a função transformação exercida pelos bancos; a presença de assimetrias de informações e o racionamento de crédito, discutidos por autores novo-keynesianos; o contexto de incerteza com o qual os agentes se deparam nos processos de tomada de decisões, como apresentado por Keynes e autores de tradição pós-keynesiana; e por fim a discussão do risco sistêmico, realizada por Aglietta.

Devido à composição das carteiras de ativos e passivos das instituições bancárias, estas exercem a chamada função transformação, ou seja, transformam os prazos das operações: captam no curto e emprestam no longo prazo. No entanto, dada a natureza das opera-

²⁸ A caracterização de equilíbrios normais ou anormais seria função de: funções de bem-estar social, preferências governamentais. Alguns autores apresentam a idéia de equilíbrios organizativos ou da existência de regras que não geram equilíbrio, porque a regulação do sistema financeiro e a própria forma de atuar da política econômica afetariam o tipo de equilíbrio (Aglietta 1995a). Ao definir o risco sistêmico dessa forma, o autor afirma que não há como esconder a aproximação aos conceitos da macro convencional. No entanto, conceitos básicos da macro convencional são rejeitados. Os fundamentos de caráter micro sobre racionalidade, substanciados pelas hipóteses de homogeneidade (dos ajustamentos), agregação (existência de agente representativo) e gradualismo (dos efeitos da política econômica), são incompatíveis com o ambiente de incerteza que leva ao equilíbrio anormal (Aglietta, 1992).

ções bancárias, embasada na idéia de credibilidade, uma vez que essas instituições trabalham fortemente alavancadas, existem momentos em que ocorrem desencontros entre prazos e montantes das contas ativas e passivas. Esses desencontros, mesmo que temporários, podem levar ao questionamento da solvência de determinada(s) instituição(ões) e ocasionar movimentos de corridas e contágio, exacerbando e disseminando uma situação adversa e até gerando crises bancárias.

Guttentag & Herring constroem um modelo que discute a ocorrência de crises financeiras a partir da idéia de racionamento de crédito, resultante da percepção das instituições bancárias de que existem assimetrias de informações. Tal modelo sugere que a reversão de uma situação de abundância para outra de escassez de crédito é marcada pela subavaliação dos riscos, uma vez que em eventos incertos, como as crises financeiras, observa-se o descolamento da percepção dos riscos dos agentes com relação à realidade. Sendo assim, o modelo de G&H utiliza o conceito de incerteza para explicar o comportamento dos agentes em contextos de crises financeiras.

A discussão acerca da incerteza explicita os efeitos significativos da tomada de decisões em ambiente de incerteza, destacando o papel por ela exercido na gestação de crises financeiras. A conjunção de elevados níveis de incerteza, ocorrência de surpresas adversas e existência de informação imperfeita pode ocasionar quebras de confiança, corridas e pânico. Essa situação leva os agentes a repensar decisões e processos decisórios, tornando-se possível explicar vários fatores que afetam as crises financeiras a partir da seguinte questão: algumas decisões são tomadas em clima de incerteza. Esse conceito também é utilizado por Aglietta, que o endogeniza ao conferir-lhe significativa importância no processo de interação dos riscos dos diferentes agentes, ou seja, parte do conceito de incerteza ontológica.

A discussão do risco sistêmico feita por Aglietta é construída com base em particularidades dos mercados financeiros que implicam maior potencial de disseminação de crises. As características desse mercado que melhor explicam tal sensibilidade são: função transformação, existência de assimetrias de informações e ambiente de incerteza no qual os agentes tomam decisões. Dessa forma percebe-se que o autor, visando discutir o risco do sistema, toma emprestado

instrumental analítico desenvolvido no bojo de outras linhas teóricas. Especial atenção é dada a conceitos trabalhados por novo-keynesianos, como o de assimetria de informações, seleção adversa e falhas de coordenação. A despeito desse “empréstimo”, os objetivos de Aglietta mostram-se sobremaneira distantes dos apresentados pelos novo-keynesianos, que procuram entender as falhas de mercado que impossibilitam o *market clearing*.

7. Referências bibliográficas

- AGLIETTA, M. Comportment bancaire et risque de systeme. **Document de Travail**. Paris, Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales, n. 92-102, mai. 1992.
- _____. **Macroéconomie financière**. Paris: Éditions la Découverte, 1995-a.
- _____. Globalización financiera, riesgo sistêmico y control monetario en los países de la OCDE. **Pensamiento Iberoamericano – Revista de Economía Política**, n. 27, enero/junio, p.19-40, 1995- b.
- _____. Lidando com o risco sistêmico. **Economia e Sociedade**, Campinas (11): 1-32, 1998.
- BAGEHOT, W. **Lombard street: a description of the money market**. London: Kegan, Trench, Truber & Co, 1906.
- BRAGA, J.C. Alemanha: império, barbárie e capitalismo avançado. In: FIORI, J. L. (org.). **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. Rio de Janeiro: Vozes, 1999. p. 203-219.
- DAVIDSON, P. Uncertainty in economics. In: DOW, S.; HILLARD, J. (ed.). **Keynes, knowledge and uncertainty**. Hants: Edward Elgar, 1995. p. 107-116.
- DAVIS, E. P. **Debt financial fragility and systemic risk**. Oxford: Oxford University Press, 1995.
- DIAMOND, D. W.; DYBVGIG, P. Bank runs, deposit insurance and liquidity. **Journal of Political Economy**, v. 91, n. 3, June 1983.
- DOW, S. Uncertainty about uncertainty. In: DOW, S.; HILLARD, J. (ed.). **Keynes, knowledge and uncertainty**. Hants: Edward Elgar, 1995. p. 117-127.
- DYMSKY, G. Keynesian uncertainty and asymmetric information: complementary or contradictory? **Journal of Post Keynesian Economics**, v.16, n. 1, Fall 1993.

- EES, H.V.; GARRETSEN H. Financial markets and the complementarity of asymmetric information and fundamental uncertainty. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 16, n. 1, Fall 1993.
- FAZZARI, S.; VARIATO, A. Asymmetric information and keynesian theories of investment. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 16, n. 3, Spring 1990.
- FONTANA G. Post keynesians and circuitists on money and uncertainty: an attempt at generality. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 23, n. 1, Fall 2000.
- FREITAS, M.C. A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira. **Economia e Sociedade**, Campinas, p. 51-84, junho 1997.
- GOODHART, C. **Some regulatory concerns**. London: London School of Economics, Financial Markets Group, 1995.
- _____. **An incentive structure for financial regulation**. London: London School of Economics, Financial Markets Group, 1996.
- GUTTMANN, R. Current issues in money and banking. In: **Reforming money and finance: institutions and market in influx**. Armonk: M. E. Sharpe, 1989. p. 3-25.
- KEYNES, J.M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1988. (Os economistas.)
- LIMA, L.A.O. Uma reconsideração dos fundamentos microeconômicos da macroeconomia. **Texto para Discussão**, série Economia das Empresas EASP/FGV, n. 70, outubro 1998.
- NEAL, P. Keynesian uncertainty in credit markets. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 18, n. 3, Spring 1996.
- PALLEY, T. Uncertainty, expectations, and the future: if we don't know the answers, what are the questions? **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 16, n. 1, Fall 1993.
- ROTHEIM, R. Keynes on uncertainty and individual behaviour within a theory of effective demand. In: DOW, S.; HILLARD, J. (ed.). **Keynes, knowledge and uncertainty**. Hants: Edward Elgar, 1995. p. 161-176.
- SANTOS, J.C. Bank capital regulation in contemporary banking theory: a review of the literature. **BIS Working Papers**, Basle, n. 90, September 2000.
- STIGLITZ, J. & WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. In: MANKIWI, N.; ROMER, D. (ed.). **New keynesian economics: coordination failures and real rigidities**. Cambridge: MIT Press, 1991. p. 247-277.

Ana Rosa Ribeiro de Mendonça

STIGLITZ, J. The role of the state in the financial markets. In: PROCEEDINGS OF THE WORLD BANK ANNUAL CONFERENCE ON DEVELOPING ECONOMICS, 1993.

WOLFSON, M.H. A post keynesian theory of credit rationing. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 18, n. 3, Spring 1996.