

O papel da inovação financeira em economias monetárias de produção

The role of financial innovation in monetary production economies

Larissa Naves Deus¹

Universidade Federal de Uberlândia, Brasil
larissand6@hotmail.com

Resumo. Este artigo analisa o papel das inovações financeiras em economias monetárias de produção à luz da importância de atividades inovativas para as empresas produtivas. Especificamente, busca-se entender qual a motivação das instituições financeiras ao desenvolverem novos produtos e serviços financeiros, além dos desdobramentos dessas inovações no sistema econômico. Para tanto, parte-se da abordagem schumpeteriana acerca da inovação no lado real da economia, para, na sequência, através do referencial teórico de Keynes e dos pós-keynesianos no que tange ao comportamento do sistema financeiro em uma economia monetária de produção, entender que o processo de desenvolvimento das inovações financeiras parte da mesma lógica que as inovações produtivas, ou seja, da busca por lucros e diferenciação de mercado, com a peculiaridade de gerar implicações específicas a toda a dinâmica econômica.

Palavras-chave: Inovação financeira, economia monetária de produção, instabilidade econômica.

Abstract. This article examines the role of financial innovation on monetary economies of production in the light of the importance of innovative activities to productive enterprises. Specifically, we seek to understand the motivation of financial institutions to develop new financial products and services, in addition to the unfolding of these innovations in the economic system. To this end, we start from the schumpeterian approach about innovation in the real side of the economy, through the theoretical framework of Keynes and Post-Keynesians with regard to the behavior of the financial system in a monetary economy of production. In order to understand that the process of development of financial innovations starts off from the same logic of productive innovations, i.e., the search for profits and market differentiation, with the peculiarity of generating specific implications to the entire economic dynamics.

Keywords: Financial innovation, monetary production economy, economic instability.

Classificação JEL: E12, E44, G21.

1 Introdução

A temática referente à importância da inovação como propulsora do desenvolvimento econômico ganha cada vez mais relevância na literatura econômica. Diversos estudos que

versam sobre a inovação apontam seu papel diferencial em prol do desenvolvimento das organizações, com destaque aos ganhos advindos a partir de atividades inovativas, além do fato de a considerarem uma variável endógena e dinamizadora do sistema econômico.

¹ Doutoranda em Economia pelo Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal de Uberlândia. Av. João Naves de Ávila, 2121, Campus Santa Mônica, 38408-100, Uberlândia, MG, Brasil.

Os recentes trabalhos que abarcam o tema buscam inspiração em Joseph Schumpeter, que deu ao capitalismo a característica evolutiva, sendo os novos produtos, processos e formas de organização os elementos que dão impulso ao movimento da máquina capitalista, além de a *destruição criativa* ser o fato essencial do capitalismo. A maioria dos trabalhos versa sobre a inovação a partir de diversas perspectivas, tendo relevância o conhecimento do *locus* da firma inovadora, os processos de aprendizado, rotina, busca e seleção, as variáveis utilizadas para se mensurar a inovação, além da relação entre a inovação e o desempenho econômico. De modo geral, eles centram sua análise na importância da inovação para empresas produtivas.

A discussão acerca da inovação nas empresas financeiras, sobretudo no que tange o fato de o estímulo ao desenvolvimento de atividades inovativas neste setor não ser diferente do estímulo que move as empresas produtivas a buscarem sempre inovar, além das diferentes consequências que o desenvolvimento inovativo em ambos os setores gera no sistema econômico, é pouco explorada na literatura. Como apontado por O'Sullivan (2006), os autores contemporâneos têm negligenciado a relação entre finanças e inovação. Em estudo recente, De Paula (2012) procura preencher tal lacuna através da aproximação entre as abordagens de Keynes e Schumpeter, por um lado, e dos neo-schumpeterianos e pós-keynesianos, por outro. Essa aproximação se justifica, de acordo com o autor, porque, enquanto Schumpeter e os neo-schumpeterianos enfatizam o papel fundamental da inovação na dinâmica econômica, Keynes e os pós-keynesianos destacam a importância do sistema financeiro no desenvolvimento econômico. Ademais, em ambas as perspectivas, há a crítica ao livre funcionamento do mercado, além do fato de que as decisões dos agentes são tomadas com base em expectativas de longo prazo, dando ênfase à incerteza a que os agentes estão sujeitos.

Uma possível aproximação das abordagens desses autores se dá pela importância do crédito e do sistema financeiro como um todo na promoção e facilitação do desenvolvimento de atividades inovativas por parte das empresas produtivas. Porém, neste trabalho, tal aproximação busca explorar o papel das inovações financeiras à luz da relevância e características de atividades inovativas ligadas ao setor produtivo da economia. Especi-

ficadamente, objetiva-se mostrar que o setor financeiro é constituído por empresas, assim como aquelas ligadas ao setor produtivo, compostas das mesmas motivações e objetivos, referentes à busca por maiores parcelas do mercado consumidor e maior lucratividade. Desse modo, entende-se que, assim como nas empresas produtivas, para as empresas do setor financeiro, o desenvolvimento de novos produtos e processos constituem o seu motor de funcionamento e busca por posições diferenciadas. Entretanto, os efeitos gerados a toda dinâmica econômica pelo desenvolvimento de novos produtos e processos é distinto em ambos os setores. Nesse sentido, a partir do conceito de inovação proposto por Schumpeter e de sua importância ao lado real da economia, a partir das contribuições dos autores neo-schumpeterianos, busca-se atrelar a teoria de Keynes e dos pós-keynesianos em relação à sistemática do sistema financeiro em economias monetárias, dando ênfase no entendimento dos desdobramentos gerados pela difusão das inovações financeiras no âmbito econômico.

Para tanto, o artigo está dividido em três seções, além desta introdução e das considerações finais, em que se pretende extrair algumas contribuições acerca do que foi analisado. A primeira seção resgata o conceito de inovação desenvolvido por Schumpeter, tendo como foco seu desenvolvimento pelas empresas produtivas, assim como suas implicações ao sistema econômico. A segunda seção caracteriza a abordagem de Keynes acerca do modo de funcionamento de economias monetárias de produção, tendo como foco a sistemática do sistema financeiro. Por fim, a última seção trata do desenvolvimento das inovações financeiras, assim como de suas implicações no bojo do sistema econômico descrito por Keynes e os pós-keynesianos.

2 O conceito de inovação à la Schumpeter

Em 1942, Schumpeter desenvolve a obra 'Capitalismo, Socialismo e Democracia', na qual analisa o sistema capitalista de produção e, a partir da análise dos autores clássicos, como Marshall, discute a relação causal entre a busca do lucro máximo e o máximo desempenho produtivo. O sentido de sua argumentação mostra que tal causalidade não é encontrada no modelo de concorrência perfeita, como preconizava a teoria

marshalliana². Pelo contrário, em quase todos os produtos e serviços, há um mercado próprio mantido pelas estratégias de preços, qualidade e publicidade, o qual se aproxima de um modelo monopolístico. Assim, “nem Marshall, nem Wicksell, nem os clássicos viram que a concorrência perfeita é a exceção e que, se fosse a regra, haveria muito menos razões para se regozijar do que parece” (Schumpeter, 1984, p. 107).

Ao reconhecer a prevalência da concorrência monopolística e do oligopólio no sistema capitalista, o autor sugere alguns questionamentos acerca da validade da doutrina clássica, como, por exemplo, no conceito de equilíbrio, o qual pode ser expresso a partir da famosa passagem em que “uma posição de monopólio não é, em geral, uma almofada sobre a qual se durma” (Schumpeter, 1984, p. 135). A indicação é de que não existe equilíbrio determinado, estando as firmas constantemente em guerra umas contra as outras, ou seja, não se supõe que a concorrência perfeita seja a regra no sistema econômico.

O autor destaca, ainda, o caráter evolutivo do capitalismo, sendo, por sua própria natureza um método de mudança econômica, nunca estacionário. O fator determinante desse caráter evolutivo, que inicia e mantém o movimento da máquina capitalista, é a inovação, através “dos novos bens de consumo, dos novos métodos de produção ou transporte, dos novos mercados, das novas formas de organização industrial que a empresa capitalista cria” (Schumpeter, 1984, p. 112). Daí sua famosa expressão em que diz ser a *destruição criativa* o fato essencial do capitalismo.

Comparando a concorrência apoiada em preços, como sugerida pelos neoclássicos, e a sustentada pela inovação, há, no primeiro caso, uma rigidez estrutural, ou seja, referente aos fatores de produção ou até mesmo pelas suas formas organizacionais, afetando apenas lucros e produção. Já na última, as alterações são estruturais, sendo capazes de reduzir os custos e, ainda, a qualidade do produto ofertado, podem aumentar a produtividade e tornar os preços mais baixos. Com isso, Schumpeter (1984) argumenta que os monopólios temporários que surgem das empresas bem-sucedidas na concorrência são necessários para o incentivo às inovações, por ser essa

dessemelhança o motivo fundamental para a existência de inovações e de concorrência.

Nessa perspectiva, a variável preço, imprescindível à teoria da concorrência perfeita, já que constitui um sinalizador de mercado para compradores e vendedores, perde sua posição dominante no tocante à concorrência. Isso porque, sendo o capitalismo por natureza evolutivo, aliado a seu motor de funcionamento constituído pelas inovações, incorporam-se a qualidade dos produtos e processos, o esforço de vendas, novas fontes de oferta, novos tipos de organização, dentre outros fatores, na estratégia de concorrência das empresas. Assim, o capitalismo constitui um sistema que se transforma constantemente, independentemente de fatores exógenos, já que o processo de inovação é “engendrado endogenamente pelas próprias forças da concorrência, já que esta aparece [...] como uma busca para aprofundar assimetrias, e a inovação é a fonte poderosa de geração de assimetrias” (Silva, 2010, p. 208).

Burlamaqui e Proença (2003) apontam que o conceito de inovação proposto por Schumpeter refere-se a uma ruptura com o padrão anterior por parte do setor ou da firma em questão. Nesse sentido, a mudança gerada não é aquela tida na margem e nem ao menos provocada pela escassez de fatores de produção. A motivação da inovação se encontra na percepção de oportunidades de ganho pelos agentes econômicos. O ponto a ser enfatizado é que, nesse sistema, a busca do lucro extraordinário é permanente. Sendo assim,

O monopólio revela-se não como o ‘contrário’, mas como o próprio objetivo da concorrência [...] o tipo de concorrência que conta é a concorrência ativa e ofensiva que, como alertou Schumpeter, se dá por meio de novas mercadorias, novas técnicas de produção, novas fontes de suprimento, novos meios de transporte, novas fontes de energia, novos mercados, novas formas de organização, etc. Em outras palavras, novos modos mais eficientes que os velhos (que, por sua vez, se tornam obsoletos) (Silva, 2010, p. 209-210, grifos do autor).

Nelson e Winter (1977), ao tentarem construir uma estrutura teórica mais ampla no que tange a relevância dos processos inovativos, apontam que, ao contrário dos trabalhos que se pautam na função de produção – restringindo

² Na teoria da concorrência perfeita, a variável preço constitui elemento essencial que sinaliza o equilíbrio entre oferta e demanda. Para Schumpeter (1984), o capitalismo é, por sua própria natureza, uma forma ou método de mudança e, assim, nunca pode estar estacionário. Dessa forma, passa a ser relevante a concorrência de qualidade e de esforço de vendas, e a concorrência por preços perde sua posição até então dominante.

a questões que envolvem os conceitos de produtividade, os preços e expansão industrial –, qualquer mudança não trivial em produtos ou processos, sem experiência anterior, deve ser considerada inovação. Para os autores, essas alterações podem se dar tanto no curto quanto no longo prazo, por meio de mudanças nos preços, níveis de produção e nível de investimentos, respectivamente. Além disso, deve-se ter em mente que qualquer inovação envolve incerteza, tanto antes de estar pronta quanto quando colocada no mercado, representando, assim, o contínuo desequilíbrio intrínseco ao sistema capitalista. Nesse ponto, as abordagens desenvolvidas por Keynes e os pós-keynesianos, Schumpeter e os neo-schumpeterianos se casam, já que tomam o sistema capitalista instável por natureza, além das decisões dos agentes se basearem em expectativas, ao estarem permeadas por um ambiente incerto.

Burlamaqui e Proença (2003) e Silva (2010) ressaltam a questão da incerteza como inerente ao processo de decisão capitalista. Em um ambiente de obscuridade em relação ao futuro, o impacto da inovação não é possível de ser previsto. Dessa forma, qualquer investimento exige ações de salvaguarda, que podem ser representadas por mecanismos utilizados pelas empresas, como patentes, segredos de processos e contratos antecipados, dentre outros. Ainda assim, a constante mutação do processo inovativo, no sentido de evolução do mesmo, pode romper com as opções de proteção como as patentes ou tornar obsoletos os segredos de processos. Além disso, a racionalidade limitada³, como proposta por Simon (1987), inerente aos agentes tomadores de decisões, faz permanecer a incerteza e a instabilidade que cercam as inovações.

O fato de as decisões envolverem incerteza levanta outros conceitos desenvolvidos pelos autores neo-schumpeterianos, correspondentes à irreversibilidade das ações, de modo que o desenvolvimento tecnológico, ao seguir trajetórias naturais⁴, caminha no sentido de uma rota pré-determinada e deixa alternativas, antes disponíveis, para trás. Uma vez realizada uma estratégia ou um esforço inovativo, seja por meio de investimentos em P&D e propagandas, entre outros, os custos atrelados a esse processo não podem ser recuperados caso o

resultado final não seja de acordo com o planejado. Para além, uma vez implementadas as inovações, elas se inserem em um ambiente de seleção, tendo como *locus* principal o mercado. E, de modo a arrefecer os efeitos da incerteza e complexidade em que estão inseridas, as empresas adotam rotinas em seu funcionamento, de modo a imprimir um caráter racional em suas decisões, já que não sabem *ex-ante* o resultado de suas estratégias. Assim, a lógica neo-schumpeteriana de rotina, busca e seleção é o processo pelo qual se passa para se chegar a uma inovação. Tem início com atividades e métodos estabelecidos por uma trajetória tecnológica (rotina), passando pelo desenvolvimento de novos produtos (busca) e pela aceitabilidade do mercado com relação ao novo produto (seleção).

Dessa forma, o que leva as empresas a tomarem decisões arriscadas em um contexto de incerteza, rompendo com trajetórias tecnológicas precedentes, é a conquista de posições diferenciadas nos mercados, buscando a valorização de seus recursos. A competição capitalista é base do desenvolvimento dos processos inovativos, sendo que as inovações têm o papel de abrirem espaço para novas oportunidades de negócio, além de outras inovações futuras, denotando o caráter de mudança contínua em que as firmas estão inseridas.

Além da análise da motivação a inovar, Burlamaqui e Proença (2003) apontam os efeitos gerados pelas inovações em empresas produtivas. Para a empresa inovadora, há perspectiva de rebaixamento de custos, ganhos de produtividade e de qualidade, além da monopolização temporária de parte do mercado, que resulta na obtenção de lucros extraordinários. Em relação à estrutura econômica, há a possibilidade de criação de novos setores e aprimoramento de setores já existentes, o que implica na reestruturação permanente do espaço econômico existente. Quanto à concorrência, ampliam-se as assimetrias competitivas e altera-se a configuração das estruturas de mercado. Todos esses elementos atuam para modificar os agregados e os parâmetros do sistema capitalista, em nível macroeconômico.

Em relação às modificações estruturais da dinâmica econômica, destacam-se, nos últi-

³ A racionalidade limitada, assim como a definida por Simon (1987), é definida com base no indivíduo, que, além de possuir informações restritas, a sua capacidade de processamento delas é limitada.

⁴ De acordo com Nelson e Winter (1977), trajetórias naturais correspondem a certas heurísticas aplicáveis quando uma tecnologia está avançando em certa direção.

mos anos, a importância e o peso que o setor de serviços da economia vem apresentando. No Brasil, por exemplo, de 2003 a 2013, o setor de serviços passou de 64,7% para 69,4% do valor adicionado do PIB, indicando que esse setor cresce em linha com o crescimento do produto interno bruto do país, mas com a peculiaridade de, em momentos de crise, ser fundamental para mitigar efeitos negativos (MDIC, 2014). Da mesma maneira que em empresas manufatureiras, à medida que a produção dos serviços demanda competências e capacitações, resultados de experiência e conhecimento por parte tanto do prestador quanto do consumidor final, o setor de serviços necessita desenvolver inovações. Tais inovações podem se relacionar a mudanças tecnológicas, sociais e econômicas, que configuram estímulos que modificam a forma da empresa determinar suas principais características, “à medida que necessita combinar e recombinar seu suporte tecnológico e suas competências de forma a inovar em suas técnicas, produtos e processos” (Bohrer, 2010, p. 48).

Vale ressaltar que, para o setor de serviços, são maiores as possibilidades de inovar através da difusão tecnológica que, segundo Lall (1992), modifica o pensamento das demais empresas a respeito da factibilidade da inovação, além de diminuir as assimetrias entre as empresas por tornar público o caráter da inovação. Bohrer (2010) aponta que isso se deve, sobretudo, ao fato de o setor de serviços possuir uma relação mais próxima com a rede de atores que participam da prestação dos serviços, de modo a se vincular a inovação nesse setor à capacidade de se absorver o conhecimento tecnológico proveniente da difusão tecnológica. Dessa maneira, o processo inovativo nesse setor é definido tanto por fatores internos, como a gerência, a estratégia da empresa, o departamento responsável pela inovação e pelas pesquisas, quanto por fatores externos, como as trajetórias e os atores envolvidos no desenvolvimento das inovações. Essa abordagem acerca da inovação de serviços, que tem como autor principal Gallouj, aproxima-se da abordagem neo-schumpeteriana, tendo como sua principal contribuição a noção da inovação surgindo ao longo do relacionamento entre o prestador de serviço e o usuário deste. Em resumo, pode-se apreender que,

As empresas de serviço não diferem da indústria nas suas motivações para inovar. Segundo Tether (2002), são elas: substituição de serviços já obsoletos, melhoria na qualidade dos serviços, aumento na gama de serviços prestados, abertura de novos mercados e aumento de ‘market share’, cumprimento de regulamentações e/ou padrões, melhoria na flexibilidade dos processos internos, redução de custos e redução dos danos ao meio-ambiente (Bohrer, 2010, p. 52, grifo do autor).

Desse modo, a partir da análise de Schumpeter e dos neo-schumpeterianos em relação à caracterização do sistema capitalista e ao papel diferencial das inovações, vê-se uma aproximação com a concepção de Keynes e dos pós-keynesianos acerca do funcionamento das economias monetárias de produção, já que consideram o papel da incerteza nas decisões dos agentes, o caráter instável do capitalismo e a busca por posições diferenciadas e ganhos extraordinários pelos agentes econômicos. Vale ressaltar que o funcionamento do sistema financeiro é destaque na teoria de Keynes, pelo fato de o dinheiro, por ter seu fim em si mesmo, influenciar o comportamento das variáveis reais e toda a dinâmica econômica. Dessa forma, busca-se entender o papel diferencial da inovação no lado financeiro da economia. Para tal, as próximas seções buscam analisar o que Keynes denominou como economias monetárias de produção com o propósito de entender as implicações das inovações financeiras em toda a dinâmica econômica.

3 Economias monetárias de produção

Em seu prefácio à Teoria Geral⁵, Keynes conceituou uma economia monetária de produção como “uma economia em que as mudanças de pontos de vista sobre o futuro são capazes de influenciar o volume de emprego, e não meramente sua direção” (Keynes, 1985, p. 4). Esse conceito representou uma revolução no âmbito teórico da economia, já que rompeu significativamente com os postulados da teoria clássica, sendo a principal representação desse rompimento o papel desempenhado pela moeda no sistema econômico.

Para os teóricos clássicos, vale a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), em que a va-

⁵ Vale ressaltar que o pensamento de Keynes foi se modificando ao longo de suas obras, sendo a Teoria Geral sua obra clássica em que mostra a representação de sua evolução. Como apontado por Ferrari Filho (2006), a ‘revolução keynesiana’ é vista como uma dinâmica em que inicialmente Keynes questiona os fundamentos teóricos da economia clássica, rejeita estes fundamentos e, por fim, apresenta uma concepção teórico-analítica para compreender e intervir na dinâmica do mundo real.

riação dos preços na economia ocorre de acordo com a quantidade de moeda em circulação, uma vez que a velocidade da moeda é estável e a renda é dada a cada período. Nessa abordagem, a moeda funciona apenas como meio de troca, o que demonstra seu caráter de neutralidade. O postulado da manutenção constante da velocidade-renda da moeda implica inexistência de entesouramento, ressaltando a ligação entre a TQM e a Lei de Say, que pode ser compreendida a partir da seguinte passagem:

O dinheiro é apenas a viatura do valor dos produtos [...], o dinheiro desempenha somente um ofício passageiro nessa dupla troca, e, terminadas as trocas, verifica-se sempre: produtos foram pagos com produtos. É bom observar que um produto acabado oferece, a partir deste instante, um mercado para outros equivalentes a todo montante de seu valor (Say, 1983 in Damico, 1985, p. 106).

O enunciado da Lei de Say pressupõe que o mesmo processo de produção que cria os produtos (oferta) gera rendas, sendo que estas se transformam em demanda pela compra de outros produtos. Logo, há equilíbrio dos mercados, pois a desutilidade marginal de se ofertar trabalho à produção apenas merece ser exercida para que o agente tenha condições de demandar produção correspondente à utilidade marginal do salário. Assim, seria irracional incorrer no desprazer do trabalho para entesourar recursos. Como consequência, a moeda é neutra, uma vez que não é um objeto desejado para reservar valor ao longo do tempo, mas apenas para facilitar as trocas entre aquilo que os agentes produziram.

Já para Keynes, a moeda, por conectar o presente e o futuro, devido às suas características peculiares para tanto, quais sejam, elasticidade de produção nula, elasticidade de substituição nula, além de ser unidade de conta da economia (sendo os salários e contatos denominados em moeda), que lhe conferem liquidez máxima entre os ativos, influencia o comportamento da atividade econômica. Por possuir a função de preservar valor ao longo do tempo, a moeda configura-se como uma alternativa frente a outros ativos na economia, sendo a economia capitalista uma economia monetária, em que o dinheiro é o fim em si mesmo. Dessa forma, “o dinheiro não apenas

interfere na produção, mas constitui seu objetivo” (Corazza, 2006, p. 62).

Devido à característica de a moeda ser o ativo mais líquido da economia, em um mundo no qual o futuro é incerto⁶ e desconhecido, os agentes são propensos a reter moeda e, dessa forma, postergar suas decisões de gastos, sejam de consumo ou investimento, o que interfere diretamente na dinâmica da atividade econômica. Pode-se sustentar, assim, que, quanto maior a incerteza percebida pelos agentes, maior a propensão a demandar moeda, o que Keynes (1985) definiu como teoria da preferência pela liquidez. Ao desenvolver essa teoria, o autor criticou a tradição clássica, em que a taxa de juros seria o preço equilibrador entre demanda por recursos a investir e propensão de se abster do consumo imediato (teoria dos fundos emprestáveis). Para o autor, a taxa de juros equivale à recompensa por abrir mão de liquidez (moeda), de modo que corresponde ao preço mediante o qual o desejo de manter riqueza líquida coincide com a quantidade de moeda disponível.

Os motivos para demandar moeda foram definidos por Keynes (1985) como motivo transação, precaução e especulação⁷, sendo que, após a publicação da Teoria Geral, em resposta a uma crítica feita por Ohlin a essa obra, Keynes introduziu o motivo financeiro (Carvalho *et al.*, 2007). O motivo transação corresponde à necessidade de moeda para a realização de operações correntes, como compras pessoais e comerciais, relacionada ao intervalo entre recebimentos e despesas de renda. O motivo precaução corresponde à retenção de moeda com o intuito de atender a acontecimentos inesperados e oportunidades imprevistas, o que ressalta o conteúdo de segurança que a moeda oferece aos seus possuidores em um ambiente de incerteza.

Em relação ao motivo especulação, tem-se que a demanda por moeda para satisfazer tal motivo varia de modo contínuo sob o efeito de mudanças na taxa de juros, “isto é, há uma curva contínua relacionando as variações na demanda de moeda para satisfazer o motivo especulação com as que ocorrem na taxa de juros, devidas às variações no preço dos títulos e às dívidas de vencimentos diversos” (Keynes, 1985, p. 140). Nesse ponto, a teoria da preferên-

⁶ Para Keynes, os agentes operam sob um ambiente de incerteza não probabilística, o que resulta na impossibilidade de, *a priori*, determinar as influências que atuarão entre a decisão do agente e a obtenção de seus resultados (De Paula, 2006).

⁷ Na obra *Treatise on Money*, Keynes (1971) distinguiu dois circuitos de circulação monetária, quais sejam, circulação industrial e financeira. No enfoque dado na Teoria Geral, a circulação industrial dá lugar à demanda transacional por moeda, enquanto que a circulação industrial equivale às demandas precaucionária e especulativa.

cia pela liquidez, ao ser representada por uma curva, indica que a demanda por moeda aumenta à medida que a taxa de juros se reduz⁸. Logo, a incerteza quanto às variações futuras na taxa de juros é o fator determinante na explicação da demanda especulativa por moeda⁹.

O motivo financeiro – *finance* – designa a “demanda por moeda antecipada a alguma despesa discricionária planejada, sendo o gasto desse tipo mais vultoso e menos rotineiro – o investimento em bens de capital” (Carvalho *et al.*, 2007, p. 53). O ponto a ser destacado é que o investimento planejado pode necessitar de provisão financeira antes da efetivação do investimento de fato, resultando em uma demanda temporária e antecipada de moeda para esse fim. Tal motivo mostra-se relevante ao se analisar o funcionamento do sistema financeiro em economias monetárias de produção, através do circuito *finance*-investimento-poupança-*fundings*.

Esse circuito, como expresso por Keynes (2010), indica que o investimento se dá em duas etapas, em que, primeiramente, há a demanda por recursos pelos empresários no período entre a decisão de investir e a realização do investimento (*finance*) e, posteriormente, o investimento em si, o qual se dá a partir de uma poupança agregada que surge via multiplicador dos gastos. O *finance* constitui um fundo rotativo, fornecido pelos bancos durante o período em questão e é utilizado para estimular a atividade econômica, gerando uma renda através do multiplicador keynesiano. Parte dessa renda é gasta em consumo, e, outra parte retorna ao sistema financeiro, representada pela poupança. Ao final, a poupança resultante do processo inicial de investimento serve para transformar a dívida de curto prazo dos investidores (no tocante ao *finance*) em dívida de longo prazo (*fundings*). “O *fundings* corresponde a esse processo de ‘consolidar’ a dívida de curto prazo, isto é, transformá-la em uma relação de longo prazo através da emissão de títulos e ações” (Resende, 2007, p. 138).

Visto assim, “os bancos detêm, em geral, a posição-chave na transição de uma escala infe-

rior de atividade para uma mais elevada” (Keynes, 2010, p. 96). Isso porque, caso se recusem a ofertar crédito destinado ao *finance*, atrapalham os gastos de investimento, a geração de renda futura e, assim, a poupança – resíduo da atividade anterior – destinada à consolidação do investimento, a partir do processo de *fundings*. Assim, o mercado de investimentos pode se tornar congestionado devido à falta de dinheiro, mas nunca devido à poupança, já que esta é resíduo da atividade anterior expressa pela relação *finance*-investimento. Nesse sentido,

Keynes sugeriu, em sua análise, um circuito que envolve poupança-fundings, em que a obtenção de financiamento (moeda) é o início do processo de formação de capital, a poupança é gerada a partir das decisões de investimentos, como resultado do processo multiplicador de renda, enquanto que a poupança ex-post poderia ser canalizada para o mercado financeiro para consolidar a dívida de curto prazo das firmas investidoras (De Paula, 2013, p. 377).

A partir do entendimento desse circuito, tem-se que o investimento independe e é anterior à poupança. Ademais, contrapondo-se à visão clássica, segundo a qual as instituições financeiras são meros intermediários na transferência de recursos entre poupadores e investidores, a teoria de Keynes e dos pós-keynesianos sustenta que os bancos são agentes criadores de crédito/moeda. Assim, como qualquer outro agente econômico, tais instituições possuem preferência pela liquidez, e seu comportamento impacta as condições de financiamento da economia, agindo, conseqüentemente, sobre o nível de gastos e as variáveis reais da economia. Desse modo, as instituições financeiras possuem papel fundamental no processo de crescimento econômico, “pois somente se elas compartilharem o otimismo dos empresários, no período de crescimento, e acomodarem suas demandas por crédito, é que poderá uma economia monetária crescer” (De Paula, 1998, p. 29).

Neste ponto, destaca-se, mais uma vez, a proximidade das abordagens neo-schumperiana e

⁸ Carvalho *et al.* (2007) apontam que as causas que explicam esse movimento decrescente da taxa de juros, ao passo que a oferta de moeda aumenta, correspondem ao fato de que, se o nível de renda é dado, e assim é estabelecida a demanda transacional, um aumento na oferta de moeda satisfaz a demanda por moeda dos agentes que preferem retê-la, sem que seja necessário colocar títulos à venda. Em segundo lugar, cada redução da taxa de juros pode aumentar a quantidade de moeda que alguns indivíduos desejam conservar, devido à diferença de pontos de vista com as avaliações de mercado.

⁹ Vale ressaltar que, no capítulo 17 da Teoria Geral, Keynes elaborou uma teoria de precificação de ativos, de modo que a dicotomia entre reter moeda ou títulos se abrange para a comparação com qualquer outro ativo na economia. Dessa forma, o retorno total esperado por um ativo, que equivale à sua própria taxa de juros, depende da taxa esperada de quase-renda (taxa de rendimento esperada pela posse ou uso do ativo); do custo de carregamento; do prêmio de liquidez (facilidade de negociação do ativo); e da taxa esperada de apreciação do ativo ao final de um período.

pós-keynesiana ao enfatizarem a importância do sistema financeiro no financiamento das inovações. Ao mesmo tempo em que as instituições financeiras podem atender a demanda por recursos por parte das empresas, ao demandarem crédito, podem dificultar o financiamento às inovações, devido a estas atividades serem marcadas pela incerteza e pelo tempo de retorno ser muito longo. Como ressaltado por Macanheiro e Cherobim (2009), as instituições financeiras buscam a maior rentabilidade possível em suas aplicações, com taxas de juros elevadas e liquidez no menor período de tempo. Mas esse comportamento contrasta imediatamente com as necessidades de financiamento da inovação, caracterizadas pela busca de taxas de juros inferiores e período de retorno do empréstimo de longo prazo, tornando a atividade mais arriscada.

A importância atribuída às instituições financeiras é mais facilmente captada pela teoria pós-keynesiana, ao passo que, para os neo-schumpeterianos, mesmo nas abordagens mais amplas sobre Sistemas Nacionais de Inovação¹⁰, há poucos esforços na incorporação da dimensão financeira. Entretanto, alguns autores destacam o caráter distinto das instituições financeiras como financiadoras da inovação. Rapini (2010) aponta que há o foco nas conexões entre a dimensão financeira e empresarial na construção de um Sistema Nacional de Inovação, em que é necessário, para cada processo inovativo, um arranjo específico capaz de resolver gargalos nas condições de financiamento. Para além, destaca que a construção de um Sistema de Inovação deve estar pautada em mecanismos de investimentos, “*finance e funding*, sem ampliar de forma significativa a fragilidade financeira” (Rapini, 2010, p. 27).

Desse modo, sendo o processo inovativo caracterizado pela incerteza e pelo risco, aliado ao papel de destaque às instituições financeiras como relevantes no desenvolvimento de Sistemas Nacionais de Inovação, vê-se claramente o importante papel desempenhado pelas instituições financeiras na economia, tanto para os pós-keynesianos quanto para os neo-schumpeterianos. Porém, vale ressaltar que esse papel é

ambíguo. Por um lado, auxiliam as firmas no tocante à consolidação de dívidas de curto prazo em dívidas de longo prazo, enquanto que, por outro lado, os mercados financeiros podem representar uma fonte de instabilidade a partir das ações especulativas, que são importantes para dar liquidez aos títulos nos mercados secundários, mas, “quando a ação dos especuladores domina os mercados financeiros, as práticas de curto prazo determinam o ritmo do preço dos ativos” (De Paula, 2013, p. 380).

A proposta do circuito *finance-investment-poupança-funding* se desenvolve sob condições de estabilidade e de separação entre atividades do sistema bancário e mercados financeiros. Porém, as relações expressas pelo circuito se tornam mais complexas em um ambiente em que as inovações financeiras ampliam as formas através das quais os bancos atraem recursos, de modo que influenciam no montante e no perfil dos recursos captados, alavancando a capacidade bancária de atender uma expansão na demanda por crédito.

Dessa forma, faz-se necessário entender a lógica por trás do desenvolvimento das inovações financeiras, assim como analisar suas implicações no sistema econômico, com base no referencial teórico pós-keynesiano.

4 O desenvolvimento e implicações das inovações financeiras

As inovações financeiras referem-se à produção de novos tipos de serviços financeiros ou de novas formas de produção de serviços financeiros já conhecidos. Como qualquer outro tipo de inovação, a inovação financeira é motivada pela busca de novas parcelas de mercado e ganhos superiores que o dos concorrentes. O processo de securitização e o desenvolvimento do mercado de derivativos são exemplos dessas inovações, imprescindíveis ao entendimento da dinâmica dos fluxos financeiros na atualidade¹¹ (Carvalho *et al.*, 2007).

Os bancos, assim como qualquer outro agente econômico, possuem preferência pela

¹⁰ A abordagem de Sistema Nacional de Inovação compreende um instrumento analítico que permite compreender o processo de inovação de cada país, abrangendo as esferas produtiva, financeira, social, institucional e política (Lastres e Cassiolato, 2003, *in* Rapini, 2010).

¹¹ “Securitização refere-se à transformação de obrigações financeiras geradas anteriormente em processos de oferta de crédito em papéis colocáveis diretamente no mercado” (Carvalho *et al.*, 2007, p. 290). A securitização desencadeia, dessa forma, o processo de desintermediação financeira, pois há mudança de atuação dos bancos, que passam de intermediários de crédito para corretores de negócios. Já os derivativos são, para os autores, “ativos cujo valor é derivado de outros. Seu papel mais importante é a possibilidade que oferecem de decompor e negociar em separado os riscos que cercam uma dada transação financeira” (p. 291). Essas duas modalidades de inovações financeiras possibilitam aos investidores maiores chances de se anteverem os riscos inerentes aos mercados financeiros, assim como ampliarem suas formas de investimento.

liquidez, de modo que administram seu portfólio buscando conciliar a lucratividade que almejam e a precaução que possuem frente a eventos incertos. “É, portanto, da escolha de que ativos comprar e que obrigações emitir, orientada pela combinação entre liquidez e rentabilidade, que resulta a expansão ou contração da oferta de moeda” (De Paula, 1999, p. 19-20), já que, pelo balancete dos bancos, a moeda é criada quando estes compram ativos financiados pela emissão de uma obrigação, denominada depósito à vista. Assim, uma maneira comum de inovação pelos bancos se dá por meio da diversificação e/ou diferenciação dos seus serviços¹², abrangendo uma parcela maior dos recursos que ele objetiva captar, como também dos próprios ativos e aplicações que oferece, sejam de curto ou de longo prazo.

Logo, os bancos tomam suas decisões baseados em expectativas, de modo que a preferência pela liquidez é maior em um cenário mais pessimista, levando-os a se dirigirem a ativos menos lucrativos, porém mais líquidos. Já quando a incerteza quanto ao futuro é mais arrefecida, a preferência pela liquidez diminuiu, e, assim, ativos mais líquidos dão lugar a ativos mais rentáveis. A administração do portfólio dos bancos compreende tanto a escolha dos ativos quanto o comando de suas obrigações. “Os bancos não devem apenas fazer escolhas com relação a suas aplicações, mas também com relação a suas fontes de recursos. Longe de contar com curvas horizontais de recursos, buscam ativamente novas fontes, estendendo suas escolhas estratégicas para os dois lados do balanço” (Carvalho, 1993, p. 120), tendo em vista a busca de lucro com sua escala de preferência pela liquidez.

As aplicações bancárias, que levam em conta tanto a rentabilidade esperada quanto os riscos envolvidos, dizem respeito às operações assinaladas no ativo dos seus balancetes, enquanto que o passivo relaciona-se às obrigações dos bancos, que passam a administrá-las de maneira ativa, e não apenas como depositários de recursos. É justamente ao se tratar da administração do passivo bancário que as

inovações financeiras se destacam. Isso porque as mudanças no perfil das obrigações bancárias se dão a partir do manejo da taxa de juros cobrada nos depósitos a prazo, através de publicidade, fornecimento de garantias especiais aos depósitos, criação de novos tipos de obrigações, além de prêmio oferecido aos clientes. Adicionalmente, de maneira mais direta, há a introdução de novas formas de captação de recursos, as inovações financeiras, que “só se efetivam se houver uma perspectiva de obtenção de lucro por parte do banco e de uma maior parcela de mercado, em geral associados a um período de *boom* econômico, constituindo-se em um instrumento fundamental no processo de concorrência bancária” (De Paula, 1999, p. 26).

Neste ponto, destaca-se que as inovações financeiras se desenvolvem com o intuito de auferir ganhos extraordinários e posições diferenciadas no mercado, assim como no caso das inovações voltadas às empresas produtivas, tema abordado na primeira seção deste trabalho. As inovações financeiras proporcionam às instituições bancárias a ampliação da captação de recursos de modo a alavancar a possibilidade de ofertar moeda no sistema econômico. Dessa forma, elas podem permitir que os bancos criem mais moeda do que o regulamentado pela autoridade monetária, já que “resultam não apenas da reação destes procurando contornar regulamentações e restrições das autoridades monetárias, mas também da busca de recursos de terceiros para financiamento de suas operações ativas, aumentando o grau de alavancagem do banco” (De Paula, 1999, p. 26).

Com os novos mecanismos de captação, os bancos aumentam sua parcela da riqueza social¹³, já que, através do aumento das operações do ativo, criam mais moeda endógena e, com isso, passam a ser os verdadeiros donos dos ativos produtivos e reais, pois a contrapartida do aumento de seus ativos é o aumento do passivo dos empresários e agentes econômicos, ao demandarem empréstimos. Ademais, pelo lado do passivo, há maior captação junto ao público, o que também representa domínio sobre a atividade produtiva (Camargo, 2009).

¹² A escolha pela diversificação é uma prática comum no mercado bancário brasileiro, como inovação. O que se percebe é a enormidade de serviços oferecidos pelos grandes bancos, que abarcam desde o consumidor que está restrito a uma simples conta para recebimento de salário, até aos investidores com volume monetário e capacidade financeira extraordinários. Enquanto que a diferenciação no ramo bancário inova no sentido de desenvolver uma estratégia que seja capaz de atrair um cliente de maior poder aquisitivo por um simples tratamento que se sobressai por meio de um atendimento personalizado, uma conta com maiores benefícios comparada ao cartão usual ou, simplesmente, por um nome atrelado ao seu *status* que o diferencia.

¹³ Destaca-se que a desregulamentação dos mercados, a partir do fim do Consenso Keynesiano, colaborou de modo decisivo para que a esfera financeira se impusesse no capitalismo contemporâneo, o que pode ser denominado como supremacia das finanças na atualidade (Camargo, 2009).

O ponto a ser destacado é que os bancos, além de poderem criar moeda para além do regulado pela autoridade monetária, escolhem o que fazer com os recursos captados, já que essas instituições são guiadas pela escolha entre rentabilidade e liquidez. Logo, a disponibilidade de crédito “poderá diminuir devido a maior preferência pela liquidez dos bancos, sem estar relacionada aos riscos inerentes ao empréstimo, fazendo com que o racionamento de crédito possa surgir quase que independentemente dos retornos esperados dos projetos de investimentos” (De Paula, 1999, p. 21), o que influencia, diretamente, a lógica do circuito *finance-investimento-poupança-funding*, impactando o lado real da economia.

Para além, a emergência das inovações financeiras pode ser analisada a partir da instabilidade gerada no sistema econômico. Minsky (2009) abordou a questão da fragilidade e da instabilidade financeira a partir da introdução dos novos instrumentos financeiros. O autor enfatiza, a partir do contexto histórico, que, após a década de 1970, se convive intensamente com a ‘mania de desregulamentação’.

Nesse período, em decorrência das crises econômicas sofridas pelas economias capitalistas avançadas, a natureza intervencionista e as políticas keynesianas em direção a um capitalismo ‘domesticado’ cederam lugar a concepções próximas ao neoliberalismo (Ferrari Filho e De Paula, 2004). Diversas diretrizes passaram a compor o leque de reformas econômicas a que os países, tanto desenvolvidos como em desenvolvimento, deveriam seguir. Essas diretrizes se posicionam dentro de um âmbito mais abrangente, caracterizado pelo processo de globalização crescente que os países estão vivenciando. Observou-se um aumento no volume e na velocidade de recursos no mercado financeiro internacional, com a destruição das fronteiras entre os mercados, tornando-os mais integrados em nível global. Esse processo ficou conhecido como globalização financeira¹⁴, que tem como principal consequência a criação de um mercado unificado do dinheiro e de crédito.

A liberalização financeira passou a ser vertente principal das reformas econômicas empreendidas nesse contexto. Esta pode ser identificada a partir da livre mobilidade de capitais entre diversos países, da predominância das relações financeiras em detrimento das relações produtivas na economia, da difusão das inovações financeiras, facilitando a captação e a aplicação de recursos para variados fins, do surgimento de investidores institucionais¹⁵. Tais medidas funcionam como uma ponte que liga o mercado financeiro doméstico de determinado país ao mercado financeiro global, integrado.

As peculiaridades das medidas de liberalização financeira trazem consigo questionamentos, como exposto anteriormente, referentes à instabilidade que afeta as relações financeiras e monetárias internacionais na atualidade. Plihon (1995) aponta que essa instabilidade tem ligação direta com o processo de globalização financeira, já que este atribui um poder elevado aos mercados e à especulação.

Minsky (2009) enfatiza o fato de que a instabilidade financeira pode ser exacerbada, ao haver necessidades maiores de investimento que têm os acertos do financiamento denominados em dinheiro proveniente de emissão de dívidas, e não derivado da produção¹⁶. Dessa forma, considera que a instabilidade financeira se relaciona à importância relativa da receita, balanços e fluxos de caixa em carteira de uma economia. Nas palavras do autor:

Se as receitas de fluxo de caixa esperadas e realizadas são suficientes para honrar todos os compromissos de pagamento sobre as obrigações de uma empresa, então ela estará engajada no que chamamos hedge financing. Porém, o fluxo de caixa do balanço de uma empresa pode ser maior do que a receita esperada, de modo que a única forma de os compromissos serem honrados é por meio do rolamento da dívida ou pelo aumento dos valores devidos; empresas que rolam dívidas estão envolvidas em sistemas financeiros especulativos, e aquelas que aumentam suas dívidas para pagar outras preexistentes se envolvem em sistemas Ponzi (Minsky, 2009, p. 283).

¹⁴ A ênfase na esfera financeira da globalização é justificada pelo fato de ser este setor o que representa a força predominante do processo de globalização. Nesse sentido, apesar do impacto da globalização ser mais analisado a partir do estudo do lado real da economia, é “a globalização financeira, e não a comercial, a que vem progredindo mais rapidamente e que tem sido bem mais extensiva” (Kregel, 2004, p. 36).

¹⁵ Carvalho *et al.* (2007) definem os investidores institucionais como agentes que possuem um conjunto heterogêneo de iniciativas que têm como traço comum o de constituírem agrupamentos de recursos para aplicação financeira. Como exemplos de investidores institucionais, há os fundos de pensão, fundos de investimento e companhias de seguros, dentre outros.

¹⁶ Ressalta-se, nesse ponto, a ideia de que as operações financeiras não têm, em sua maioria, contrapartida ao lado real da economia.

A classificação das posturas dos agentes econômicos de Minsky (2009) leva em consideração os critérios de liquidez e solvência¹⁷. Pode-se aplicar tal abordagem no entendimento do comportamento dos bancos. Nessa classificação, os agentes do tipo *hedge* poderiam ser entendidos com base em uma postura mais conservadora, segundo a qual o fluxo de suas receitas supera o de suas obrigações. Dessa forma, os bancos utilizam o fluxo de caixa esperado como principal critério ao conceder recursos, sendo que os empréstimos são estruturados de modo que os fluxos de caixa antecipados preencham os compromissos financeiros. “Um exemplo de financiamento *hedge* é o empréstimo comercial tradicional, em que a venda ou estoque de bens rende um fluxo de caixa suficiente para o pagamento do débito” (De Paula, 1999, p. 23-24).

Na postura especulativa, o valor de pagamento da dívida é superior ao valor das receitas esperadas. Nesse caso, aumenta-se a participação de formas menos líquidas de ativos e com retornos maiores, já que a rentabilidade passa a ser o principal critério adotado pelos bancos. Logo, “o refinanciamento de posições inclui ativos que proporcionam retornos em longo prazo, através de dívidas de curto prazo, ou seja, uma unidade especulativa financia suas posições de longo termo com recursos de curto termo” (De Paula, 1999, p. 24).

Já a postura Ponzi pode ser considerada uma subdivisão da postura especulativa (todo agente Ponzi é especulativo, mas o contrário não é válido). Assim, há um alto grau de exposição financeira, devido ao fato de se depender do endividamento para o cumprimento das obrigações, sendo que esse endividamento está sujeito às oscilações do mercado, como a taxa de juros, fazendo com que a dívida cresça constantemente. “Neste caso, ao mesmo tempo em que o banco diminui as exigências pelas quais concede fundos, cresce a participação de adiantamentos no total do ativo” (De Paula, 1999, p. 24).

Logo, o grau instabilidade e fragilidade financeira podem ser indicados pela quantidade de agentes especulativos e Ponzi existentes nas transações de uma economia. Com isso, “quanto maior o peso dos sistemas financeiros baseados em esquemas como o especulativo e o Ponzi, menor as margens gerais de seguran-

ça na economia e maior a fragilidade da estrutura financeira” (Minsky, 2009, p. 291).

Vê-se, assim, que a procura por maiores lucros por parte dos bancos, aliada às mudanças nas condições do mercado financeiro, podem propiciar a predominância de agentes especulativos e Ponzi na economia, tornando-a mais instável e frágil. Pode-se auferir que a emergência das inovações financeiras contribui para essa instabilidade, já que, além de serem utilizadas com o intuito de auferirem ganhos extraordinários por parte das instituições financeiras, elas têm a função de contornar regulamentações e restrições da autoridade monetária. Para além, a instabilidade financeira surge da incerteza sobre o nível de fluxo de caixa esperado, combinado com a maneira pela qual o investimento é financiado, isto é, a relativa quantidade de endividamento com respeito aos lucros ou investimentos.

Neste ponto, a análise do circuito *finance-investimento-poupança-funding* se mostra relevante, pois, em economias nas quais o sistema financeiro é relativamente desenvolvido, há mecanismos de *funding* capazes de financiar no longo prazo, passivos de curto prazo, o que reduz consideravelmente a instabilidade financeira. Em contrapartida, em economias com mercado financeiro pouco desenvolvido, concentrado, sobretudo, no mercado de crédito, os mecanismos de *funding* não se mostram com a mesma relevância, o que induz à maior preferência pela liquidez dos bancos. Com isso, essas instituições podem dar preferência a empréstimos de curto prazo em suas operações, o que prejudica fortemente a realização de investimentos nessas economias (Resende, 2012).

Assim, percebe-se o caráter dual dos mercados financeiros no que tange o crescimento sustentado da economia, já que, por um lado, auxiliam na transformação da maturidade das dívidas das firmas, dando suporte ao provimento de liquidez e à consolidação das decisões de investimento, enquanto que, por outro lado, podem levar à instabilidade econômica, em decorrência da ação especulativa, que, embora relevante para dar liquidez no mercado secundário, quando predominante, faz com que as ações dos agentes sejam mais curto prazistas (De Paula, 2013).

Desse modo, o que se percebe é que a lógica das inovações financeiras, assim como o fun-

¹⁷ O conceito de liquidez se refere à capacidade de transformação de um ativo em moeda (ativo de maior liquidez na economia). O conceito de solvência se refere à capacidade de um governo/empresa/agente de cumprir com seus compromissos financeiros.

cionamento do mercado financeiro, apresenta contradições. Isso porque, ao mesmo tempo em que são úteis na questão de captar recursos que poderiam satisfazer a demanda por moeda e induzir o *finance*, podem ampliar o grau de instabilidade e fragilidade da economia, ao darem às instituições financeiras mais liberdade de ação e descasamento com suas reservas, fato que não se observa nas inovações por parte das empresas produtivas, que possuem a característica de gerarem novos produtos e/ou processos redutores de custos e de melhor qualidade, gerando mais benefícios aos consumidores e à estrutura da dinâmica econômica. Destaca-se, ainda, o quão problemática pode ser a questão da instabilidade gerada pela difusão das inovações financeiras para o lado real da economia, representada, sobretudo, pelo desestímulo ao investimento produtivo e às expectativas dos agentes, recaindo sobre menores níveis de emprego e produto.

5 Considerações finais

Este trabalho procurou abordar os desdobramentos da emergência das inovações financeiras em economias monetárias de produção, tendo como base a importância do desenvolvimento de atividades inovativas, como proposto originalmente por Schumpeter, e a percepção da atuação do empresário mediante suas expectativas e a um ambiente de incerteza.

Na primeira seção, resgatou-se o conceito schumpeteriano de inovação, em que se denota o caráter dinâmico do capitalismo, aliado a seu motor de funcionamento, representado pelas inovações, ou seja, o caráter evolutivo intrínseco ao processo produtivo deixa de ser determinado por uma relação de equilíbrio entre preços e quantidades e passa a dar a esse processo uma mensuração qualitativa, que se resume na atuação do empresário na busca e percepção de oportunidades. Para além, foi explicitado o ambiente incerto com que as decisões dos agentes econômicos são tomadas, sendo que a inovação, mesmo após ser realizada e inserida no mercado, continua permeada pela incerteza, devido a sua irreversibilidade, atrelada também às constantes oscilações do mercado.

Nesse ponto, a análise de Schumpeter e os neo-schumpeterianos em relação à caracterização do sistema capitalista e o papel diferencial das inovações se aproxima da concepção de Keynes e os pós-keynesianos acerca do funcionamento das economias monetárias de produção, já que consideram o papel da incerteza,

a busca por posições diferenciadas e os ganhos extraordinários pelos agentes econômicos com relação aos seus concorrentes.

Em relação às economias monetárias de produção, definidas por Keynes, têm-se como foco o funcionamento do sistema financeiro, já que este é destaque nesta abordagem, devido, sobretudo, ao fato de a moeda representar o fim em si mesma e, por conseguinte, influenciar as variáveis reais e toda a dinâmica econômica. Observou-se o papel fundamental que a incerteza exerce nas decisões dos agentes, sendo que as empresas financeiras, assim como qualquer outro agente econômico, possuem preferência pela liquidez e, assim, baseiam suas disposições com base na análise entre lucratividade e liquidez, tendo como foco a busca por novas parcelas do mercado e ganhos extraordinários. Logo, a administração de portfólio dos bancos, agentes capazes de criar moeda, leva em conta este *trade-off*, sendo que, na atualidade, essas instituições passam a administrar também seu passivo, não sendo mais apenas depositários de recursos.

É justamente na questão da administração do passivo bancário que as inovações ligadas às empresas financeiras se destacam. Ao abrirem a possibilidade de os bancos captarem mais recursos, de modo até mesmo a contornar regulamentações e restrições impostas pelas autoridades monetárias, as inovações financeiras permitem a essas instituições criarem mais liquidez, assim como dão a elas maior raio de manobra no descasamento de suas reservas e no oferecimento de recursos ao público. Com isso, pode-se gerar instabilidade financeira, já que, como ressaltado por Minsky (2009), há necessidades maiores de investimento que têm os acertos do financiamento denominados em dinheiro proveniente de emissão de dívidas, e não derivado da produção. Ao aplicar a análise das posturas financeiras dos agentes desse autor para as instituições bancárias, vê-se a caracterização de suas atividades em uma postura mais conservadora (*hedge*), especulativa e Ponzi, de modo que, em economias em que a presença destas últimas posturas prevalece, há maior instabilidade e fragilidade financeira.

Vale ressaltar que, seguindo a tipologia das inovações financeiras de Perez (2002), tais inovações são, em seu início, muito úteis para a economia, sobretudo em relação ao lado real da economia. Elas proporcionam, inicialmente, melhor intermediação financeira, com o objetivo de aumentar os investimentos e expandir a produção. Gradualmente, as inovações se

desenvolvem no sentido de tornar os serviços financeiros mais fáceis e menos arriscados, o que tende a aumentar os lucros e a captura de ganhos de capital no mercado. Porém, em sua fase mais desenvolvida, “as inovações referem-se ao papel dos serviços financeiros como veículos de mobilização dos ativos e obrigações existentes de ‘mão em mão’, isto é, como canais de mudanças de propriedades” (Resende, 2012, p. 59). A consequência imediata dessa mudança de propriedades é vista na supremacia das relações financeiras, em detrimento das relações produtivas, uma vez que a visão dos agentes passa a ter um horizonte temporal cada vez mais curto, em busca de ganhos extraordinários, o que cria empecilhos ao investimento produtivo, variável chave na dinâmica da economia.

Assim, apesar de partirem das mesmas motivações, quais sejam, o ganho de parcelas de mercado e a busca por maior lucratividade, as inovações por parte das empresas financeiras podem desencadear efeitos negativos à economia, fato que não se mostra no caso das inovações produtivas, como observado na primeira seção do trabalho. Em decorrência, pode-se atribuir fundamental importância ao papel dos *policy makers* nessa discussão, uma vez que devem buscar estimular o desenvolvimento de inovações produtivas, sobretudo via políticas direcionadas, ao passo que as inovações financeiras devem ser assistidas de perto. Dessa forma, tornam-se necessárias ações no sentido de maior regulamentação e controle do desenvolvimento e operação das inovações financeiras por parte da autoridade monetária, de modo a frear o ímpeto especulativo e diminuir a propensão de maior instabilidade e fragilidade financeira a que as economias estão sujeitas.

Referências

- BURLAMAQUI, L.; PROENÇA, A. 2003. Inovação, recursos e comprometimento: em direção à uma teoria estratégica da firma. *Revista Brasileira de Inovação*, 3:70-110.
- BOHRER, C.T. 2010. *P&D e Inovação em Serviços: Estudos de Casos em Hospitais Universitários do Brasil e da França*. Brasília, DF. Tese de Doutorado. Universidade de Brasília, 276 p.
- CAMARGO, L.C. 2009. *Marx, Keynes e Minsky: a supremacia das finanças no capitalismo contemporâneo*. Uberlândia, MG. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal de Uberlândia, 142 p.
- CARVALHO, F.C. 1993. Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira Costa. *Revista de Economia Política*, 13(3-51):114-121.
- CARVALHO, F.C.; SOUZA, F.E.P.; SICSÚ, J.; PAULA, L.F.R.; STUDART, R. 2007. *Economia Monetária e Financeira: teoria e política*. Rio de Janeiro, Ed. Campus, 408 p.
- CORAZZA, G. 2006. Keynes e o nosso tempo: estado, moeda e liberalismo. In: F. FERRARI FILHO (org.), *Teoria Geral setenta anos depois – ensaios sobre Keynes e teoria pós-keynesiana*. Porto Alegre, Editora da UFRGS, p. 61-84.
- DAMICO, F.S. 1985. A Lei de Say. *Ensaio FEE*, 6(1):105-120.
- DE PAULA, L.F. 1998. Comportamento dos bancos, posturas financeiras e oferta de crédito: de Keynes a Minsky. *Análise Econômica*, 16(29):21-38.
- DE PAULA, L.F. 1999. Dinâmica da firma bancária: uma abordagem não-convencional. *Revista Brasileira de Economia*, 53(3):323-356.
- DE PAULA, L.F. 2006. Macroeconomia aberta em contexto de globalização financeira: algumas notas em uma perspectiva pós-keynesiana. In: F. FERRARI FILHO (org.), *Teoria Geral setenta anos depois – ensaios sobre Keynes e teoria pós-keynesiana*. Porto Alegre, Editora da UFRGS, p. 179-206.
- DE PAULA, L.F. 2012. Financial System and Financing Innovation: A Keynesian-Schumpeterian Approach. In: Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, V, São Paulo, 2012. *Anais...* São Paulo, p. 1-17.
- DE PAULA, L.F. 2013. Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro: uma abordagem pós-keynesiana. *Estudos Econômicos*, 43(2):363-396. <http://dx.doi.org/10.1590/S0101-41612013000200006>
- FERRARI FILHO, F. 2006. A economia de Keynes e as proposições keynesianas de política econômica. In: F. FERRARI FILHO (org.), *Teoria Geral setenta anos depois – ensaios sobre Keynes e teoria pós-keynesiana*. Porto Alegre, Editora da UFRGS, p. 15-44.
- FERRARI FILHO, F.; PAULA, L.F. 2004. Apresentação. In: F. FERRARI FILHO; L.F. PAULA (orgs.), *Globalização Financeira – Ensaio de macroeconomia aberta*. Petrópolis, Vozes, 654 p.
- KEYNES, J.M. 1985 *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo, Nova Cultural, 333 p.
- KEYNES, J.M. 1971. *A Treatise on Money*. New York, Cambridge University Press, Royal Economic Society. (The collected writings of John Maynard Keynes), 816 p.
- KEYNES, J.M. 2010. A Teoria *ex-ante* da taxa de juros. In: IPEA, *Clássicos de literatura econômica – textos selecionados de macroeconomia*. Brasília, p. 91-97.
- KREGEL, J.A. 2004. Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais. In: F. FERRARI FILHO; L.F. PAULA, *Globalização Financeira – Ensaio de macroeconomia aberta*. Petrópolis, Vozes, p. 31-58.
- LALL, S. 1992. Technological capabilities and industrialization. *World Development*, 20(2):165-186. [http://dx.doi.org/10.1016/0305-750X\(92\)90097-F](http://dx.doi.org/10.1016/0305-750X(92)90097-F)
- MACANEIRO, M.B.; CHEROBIM, A.P.M. 2009. O financiamento da inovação tecnológica por meio de programas governamentais de apoio às

- empresas brasileiras. *RACE – Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 8(2):291-324.
- MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO EXTERIOR (MDIC). 2014. Importância do Setor Terciário. Disponível em: <http://www.mdic.gov.br/sitio/interna/interna.php?area=4&menu=4485>. Acesso em: 25/10/2014.
- MINSKY, H.P. 2009. *Estabilizando uma economia instável*. São Paulo, Novo Século Editora, 456 p.
- NELSON, R.; WINTER, S. 1977. In search of useful theory of innovation. *Research Policy*, 6(1):36-76. [http://dx.doi.org/10.1016/0048-7333\(77\)90029-4](http://dx.doi.org/10.1016/0048-7333(77)90029-4)
- O’SULLIVAN, M. 2006. Finance and innovation. In: J. FAGERBERG; D.C. MOMERY; R. NELSON (ed.), *The Oxford Handbook of Innovation*. Oxford, Oxford University Press, p. 240-265. <http://dx.doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199286805.003.0009>
- PLIHON, D. 1995. A ascensão das finanças especulativas. *Economia e Sociedade*, 5:61-78.
- RAPINI, M.S. 2010. *O financiamento aos investimentos em inovação no Brasil*. Rio de Janeiro, RJ. Tese de Doutorado. Universidade Federal do Rio de Janeiro, 146 p.
- RESENDE, M.F.C. 2007. O circuito *finance-investimento-poupança-funding* em economias abertas. *Revista de Economia Política*, 28(1/109):136-154.
- RESENDE, L.P.F. 2012. *Inovação Tecnológica e a funcionalidade do Sistema Financeiro – uma análise de balanço patrimonial dos bancos no Brasil*. Belo Horizonte, MG. Tese de Doutorado. Universidade Federal de Minas Gerais, 176 p.
- SCHUMPETER, J. 1984 [1942]. *Capitalismo, Socialismo e Democracia*. Rio de Janeiro, Zahar Editores, 487 p.
- SILVA, A.L.G. 2010. *Concorrência sob condições oligopolísticas: contribuição das análises centradas no grau de atomização/concentração dos mercados*. 2ª ed., Campinas, Unicamp, Instituto de Economia, 251 p. (Coleção Teses).
- SIMON, H.A. 1987. Bounded rationality. In: J. EATWELL; M. MILGATE; P. NEWMAN (eds.), *The New Palgrave – Utility and Probability*. London, Macmillan, p. 266-268.

Submetido: 16/07/2014

Aceito: 21/11/2014