



**Lucas Vinícios Goral**

**ANÁLISE DA FRAGILIDADE FINANCEIRA NO BRASIL DO  
“MILAGRE ECONÔMICO” À “DÉCADA PERDIDA”, SOB A ÓTICA  
DE HYMAN MINSKY E A ESCOLA AUSTRÍACA DE ECONOMIA**

**Horizontina/RS**

**2025**

**Lucas Vinícius Goral**

**ANÁLISE DA FRAGILIDADE FINANCEIRA NO BRASIL DO  
“MILAGRE ECONÔMICO” À “DÉCADA PERDIDA”, SOB A ÓTICA  
DE HYMAN MINSKY E A ESCOLA AUSTRÍACA DE ECONOMIA**

Trabalho Final de Curso apresentado como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas pelo Curso de Ciências Econômicas da Faculdade Horizontina (FAHOR).

**ORIENTADOR: Me. Stephan Sawitzki**

**Horizontina/RS**

**2025**

**FAHOR – FACULDADE  
HORIZONTINA  
CURSO DE CIÊNCIAS  
ECONÔMICAS**

**A Comissão Examinadora, abaixo assinada, aprova a monografia:**

**Análise da fragilidade financeira no Brasil do “Milagre Econômico” à “Década Perdida”, sob a ótica de Hyman Minsky e a Escola Austríaca de Economia”**

**Elaborada por:**

**Lucas Vinícios Goral**

como requisito parcial para a obtenção do grau  
de Bacharel em  
Ciências Econômicas

**Aprovado em: 06/12/2025**

**Pela Comissão Examinadora**

---

**Me. Stephan Sawitzki  
Presidente da Comissão Examinadora - Orientador**

---

**Me. Márcio Leandro Kalkmann  
FAHOR – Faculdade Horizontina**

---

**Me. Ivete Ruppenthal Ebrin  
FAHOR – Faculdade Horizontina**

**Horizontina/RS**

**2025**

## **DEDICATÓRIA**

Dedico este trabalho aos meus pais, Martin Lucas Goral e Joice Letícia Goral, cujo amor, exemplo e apoio constante foram essenciais em cada etapa da minha vida. Tudo o que conquistei até aqui carrega a força, os valores e a dedicação que aprendi com vocês.

### **AGRADECIMENTOS**

Agradeço profundamente à minha família pelo apoio incondicional, aos professores pelo aprendizado, aos amigos e colegas pela parceria ao longo da jornada e à instituição de ensino pelas oportunidades oferecidas; a todos que contribuíram para esta caminhada, meu sincero muito obrigado.

*Se Deus é por nós, quem será contra nós? Aquele que não poupou o próprio Filho, antes o entregou por todos nós, como não nos dará também, juntamente com Ele, todas as coisas? Quem fará alguma acusação contra os escolhidos de Deus? É Deus quem os justifica.*

*-Romanos 8:31–33*

## **RESUMO**

O presente estudo investiga como o crescimento econômico brasileiro, durante o “Milagre Econômico”, ocultou vulnerabilidades estruturais que culminaram na crise da década de 1980, utilizando tanto a Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky quanto a crítica da Escola Austríaca como lentes teóricas complementares. O trabalho estabelece como problema central a identificação das vulnerabilidades econômicas e institucionais que tornaram o país suscetível ao colapso após um período de aparente prosperidade e estabilidade. Para alcançar esse objetivo, a pesquisa analisa o processo à luz da Hipótese da Instabilidade Financeira de Hyman Minsky e da crítica da Escola Austríaca de Economia, descrevendo o contexto macroeconômico entre 1968 e 1983 e examinando os mecanismos endógenos de fragilização financeira e os efeitos da intervenção estatal. Metodologicamente, emprega uma abordagem qualitativa baseada nos métodos dedutivo, histórico, comparativo e de estudo de caso, utilizando ampla pesquisa bibliográfica e documental. Os resultados demonstram que o “Milagre Econômico” se sustentou em forte expansão do crédito, acelerado endividamento externo, repressão financeira e grande intervenção estatal, gerando uma estrutura de financiamento crescentemente frágil. A análise minskyana revela a progressão do sistema de posições hedge para estruturas especulativas e Ponzi, tanto no setor público quanto no privado, culminando no “Momento Minsky” pela incapacidade de rolar dívidas. Concomitantemente, a crítica austríaca evidencia que a manipulação de taxas de juros, o dirigismo estatal e a alocação politicamente direcionada do crédito produziram distorções de preços relativos e malinvestments, tornando a crise subsequente inevitável. A síntese das duas lentes teóricas indica que a instabilidade brasileira derivou tanto de dinâmicas endógenas de fragilização financeira quanto de intervenções estatais que amplificaram riscos, provando que o modelo de crescimento baseado em endividamento e expansão do crédito era estruturalmente insustentável. Conclui-se que a crise da década de 1980 expressa a combinação de fragilidades acumuladas, elevada dependência externa, deterioração da posição fiscal do Estado, distorções financeiras e a ausência de mecanismos institucionais capazes de conter a escalada especulativa.

**Palavras-chave:** Instabilidade Financeira. Hyman Minsky. Escola Austríaca de Economia.

## ABSTRACT

*This study investigates how Brazilian economic growth during the "Economic Miracle" masked structural vulnerabilities that culminated in the crisis of the 1980s, using both Minsky's Financial Instability Hypothesis and the critique of the Austrian School as complementary theoretical lenses. The study establishes as its central problem the identification of the economic and institutional vulnerabilities that made the country susceptible to collapse after a period of apparent prosperity and stability. To achieve this objective, the research analyzes the process in light of Hyman Minsky's Financial Instability Hypothesis and the criticism of the Austrian School of Economics, describing the macroeconomic context between 1968 and 1983 and examining the endogenous mechanisms of financial fragility and the effects of state intervention. Methodologically, it employs a qualitative approach based on deductive, historical, comparative, and case study methods, using extensive bibliographic and documentary research. The results demonstrate that the "Economic Miracle" was sustained by strong credit expansion, accelerated external indebtedness, financial repression, and extensive state intervention, generating an increasingly fragile financing structure. The Minskyian analysis reveals the progression of the hedge position system to speculative and Ponzi structures, both in the public and private sectors, culminating in the "Minsky Moment" due to the inability to roll over debts. At the same time, Austrian criticism highlights that the manipulation of interest rates, state interventionism, and politically directed credit allocation produced relative price distortions and malinvestments, making the subsequent crisis inevitable. The synthesis of the two theoretical lenses indicates that Brazilian instability stemmed both from endogenous dynamics of financial fragility and from state interventions that amplified risks, proving that the growth model based on indebtedness and credit expansion was structurally unsustainable. It can be concluded that the crisis of the 1980s was the result of a combination of accumulated weaknesses, high external dependence, deterioration of the state's fiscal position, financial distortions, and the absence of institutional mechanisms capable of containing speculative escalation.*

**Keywords:** *Financial instability. Hyman Minsky. Austrian School of Economics.*

## **LISTA DE ILUSTRAÇÕES**

### **Figuras**

Figura 1 – Dívida Externa Bruta de 1968 à 1983 (US\$ bilhões) .....	43
Figura 2 – Inflação anual entre 1968 e 1983 (%) .....	45
Figura 3 – Crescimento médio do PIB (%) por período .....	47

### **Quadro**

Quadro 1 – Comparação entre Minsky e Austríacos: convergências, divergências e complementaridades .....	55
---	----

### **Tabelas**

Tabela 1 - Evolução da Dívida Externa Bruta do Brasil (1967-1973).....	17
Tabela 2 – Indicadores selecionados do Brasil (1968–1983) .....	42

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>10</b>
<b>2 REVISÃO DA LITERATURA .....</b>	<b>14</b>
2.1 CONTEXTO MACROECONÔMICO BRASILEIRO: DO "MILAGRE" À "DÉCADA PERDIDA" .....	14
2.1.1 II O "Milagre Econômico" brasileiro .....	15
2.1.2 II Plano Nacional de Desenvolvimento e a condução da política econômica do governo Geisel .....	19
2.1.3 Os anos 1980 e a "Década Perdida" .....	23
2.2 A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA DE HYMAN MINSKY .....	24
2.2.1 Fundamentos da Teoria .....	25
2.2.2 Tipos de unidades financeiras .....	27
2.2.3 Ciclo da fragilidade financeira .....	29
2.2.4 O papel do setor público e do sistema bancário.....	31
2.3 A ESCOLA AUSTRÍACA E A CRÍTICA À INTERVENÇÃO ESTATAL NOS CICLOS ECONÔMICOS .....	34
<b>3 METODOLOGIA .....</b>	<b>37</b>
<b>4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>40</b>
4.1 APLICAÇÃO DA TEORIA DE MINSKY AO CONTEXTO BRASILEIRO.....	40
4.1.1 O "Milagre Econômico" (1968–1973): crescimento, financiamento externo e políticas de desenvolvimento .....	40
4.1.2 Crise do petróleo e aumento da vulnerabilidade externa (1974–1979) .....	42
4.1.3 A década de 1980: estagnação, inflação crônica e crise da dívida externa .....	44
4.1.4 Implicações para a instabilidade financeira no país .....	46
4.2 DO DIAGNÓSTICO EMPÍRICO Á INTERPRETAÇÃO INSTITUCIONAL .....	47
4.3 O PAPEL DO GOVERNO NA CRISE DA DÉCADA PERDIDA SEGUNDO MINSKY.....	49
4.4 CRÍTICA AUSTRÍACA À INTERPRETAÇÃO MINSKYANA .....	51
4.5 CONTRIBUIÇÕES TEÓRICAS: MINSKY E AUSTRÍACOS .....	54
4.5.1 Convergências .....	56
4.5.2 Divergências.....	57
4.5.3 Complementaridades .....	58
4.6 SÍNTESE DO ESTUDO .....	59
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>62</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>64</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Ao longo de sua trajetória, a economia do Brasil tem revelado uma tendência cíclica de alternância entre fases de um crescimento aparente para episódios de uma crise interna em todo o país. Esse padrão é especialmente evidente no período compreendido entre o final da década de 1960 e os anos 1980, intervalo que abrange tanto o otimismo do chamado “Milagre Econômico” quanto a crise prolongada da chamada “Década Perdida”.

Para compreender essa dinâmica, esta análise fundamenta-se na Hipótese da Instabilidade Financeira de Hyman Minsky, a qual sustenta que o sistema capitalista é intrinsecamente sujeito a oscilações entre estabilidade e turbulência, com sistemas financeiros sofisticados que, mesmo em condições de tranquilidade aparente, acumulam fragilidades que conduzem a comportamentos instáveis (Minsky, 1994).

Essa lógica contraditória, segundo a que a estabilidade econômica paradoxalmente cria as condições para a instabilidade é o cerne da Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) de Minsky, que demonstra como a adaptação do sistema financeiro ao ambiente estável o torna progressivamente mais vulnerável diante de expectativas excessivamente otimistas e incentivos desbalanceados (Carvalho, 2020).

É nesse contexto que, no presente estudo, aplicou-se essa hipótese à experiência brasileira do “Milagre Econômico” aos anos de 1980, período marcado por uma fase inicial de crescimento acelerado, seguida por uma retração profunda. Ainda que adaptado às especificidades de um país em desenvolvimento, esse ciclo evidenciou a insustentabilidade do modelo adotado, cujas fragilidades latentes contribuíram decisivamente para a crise que se instalou.

Além dessa perspectiva, esta análise incorpora a contribuição crítica da Escola Austríaca de economia, que questiona tanto as fragilidades detectadas quanto o papel do Estado no gerenciamento dos ciclos de fragilidade financeira. Particularmente, a abordagem austríaca oferece uma crítica contundente à intervenção estatal, argumentando que políticas governamentais e manipulações monetárias são responsáveis por distorcer os mercados e gerar ciclos de *boom and bust*, colocando

em xeque o papel estabilizador atribuído ao Estado por Minsky (Mises, 2009; Hayek, 1990).

Esta visão austriaca foi utilizada como ferramenta teórica para problematizar e ampliar a compreensão das fragilidades econômicas presentes no Brasil entre 1968 e 1983. E, portanto, esta monografia propõe um exame comparativo dessas duas perspectivas para investigar as origens e características das fragilidades do sistema financeiro brasileiro no período analisado, avaliando criticamente as interpretações e as implicações políticas de cada abordagem.

A compreensão dessas fragilidades exige, contudo, uma análise que transcenda a mera identificação dos ciclos econômicos. Nesse sentido, a noção de “fragilidades” desenvolvida por Nassim Nicholas Taleb, no ano de 2012, em sua obra “Antifrágil: Coisas que se beneficiam com o caos”, oferece uma perspectiva complementar.

Para Taleb (2014), embora não seja possível prever com confiabilidade qual evento remoto é mais provável de ocorrer do que outro, é viável afirmar com maior segurança, que um objeto ou estrutura será mais frágil que outro caso determinado evento venha a acontecer. Aplicada ao contexto financeiro brasileiro, essa perspectiva sugere que, embora a previsão exata de crises seja incerta, a identificação de vulnerabilidades estruturais permite revelar quais componentes do sistema estão mais suscetíveis a rupturas, fragilidades essas que, acumuladas ao longo do tempo, tendem a se manifestar inevitavelmente sob a forma de crise.

Dessa forma, o tema central desta monografia é a investigação da instabilidade financeira no Brasil entre o “Milagre Econômico” e a “Década Perdida” dos anos 1980, a partir de uma análise teórica que combina a Hipótese da Instabilidade Financeira de Hyman Minsky com a crítica da Escola Austriaca de economia.

A teoria de Minsky oferece uma interpretação valiosa ao demonstrar como a estabilidade aparente pode gerar comportamentos financeiros cada vez mais arriscados, culminando em crises. Por outro lado, a abordagem austriaca contribui com uma crítica contundente à intervenção estatal e às distorções provocadas por políticas monetárias expansionistas, oferecendo uma leitura alternativa das causas da fragilidade econômica brasileira no período.

Diante desse cenário, a questão central que orienta esta pesquisa é: quais foram as principais fragilidades econômicas e estruturais que marcaram a trajetória

do Brasil do “Milagre Econômico” à crise da década de 1980, à luz da Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky e da crítica austríaca à intervenção estatal?

A relevância deste estudo está na necessidade de compreender as origens e as características das fragilidades econômicas e estruturais que marcaram a trajetória do sistema financeiro brasileiro entre o período do “Milagre Econômico” e a crise da década de 1980. Abranger esses fatores históricos, macroeconômicos e institucionais, que tornam o sistema suscetível a colapsos mesmo após momentos de estabilidade aparente, é indispensável não apenas para antecipar e mitigar futuras crises financeiras, mas também para ampliar e aprofundar o conhecimento teórico acerca da dinâmica da instabilidade financeira.

Assim, esta pesquisa contribui para a literatura acadêmica e fomenta a reflexão crítica sobre a trajetória da instabilidade financeira no Brasil, evidenciando a necessidade de um contínuo aprimoramento institucional em um ambiente econômico marcado por incertezas recorrentes e choques exógenos frequentes. Ao lançar luz sobre as lições do passado, esta investigação procurou demonstrar que fragilidades econômicas comprometem a estabilidade e, por consequência, a possibilidade de um desenvolvimento econômico sustentável.

Neste contexto, o objetivo geral deste estudo é compreender como o crescimento econômico brasileiro, durante o “Milagre Econômico”, ocultou vulnerabilidades estruturais que culminaram na crise da década de 1980.

Para atingir o objetivo geral, definiram-se os seguintes objetivos específicos:

- a) Investigar o contexto histórico e macroeconômico do Brasil entre o “Milagre Econômico” e a década de 1980;
- b) Analisar os mecanismos endógenos de fragilização financeira à luz de Minsky;
- c) Aplicar a crítica austríaca sobre o papel do Estado e as distorções econômicas;
- d) Sintetizar as duas abordagens para oferecer uma compreensão mais abrangente da instabilidade financeira brasileira.

Para cumprir os objetivos definidos, esta monografia foi estruturada em uma sequência lógica de cinco capítulos. O primeiro, que é esta introdução, contextualiza o tema, o problema e os objetivos da pesquisa. Em seguida, o Capítulo 2 aborda a revisão da literatura, apresentando os conceitos e conteúdos essenciais para a

compreensão do trabalho, enquanto o Capítulo 3 descreve a metodologia, detalhando o processo de desenvolvimento da pesquisa e as ferramentas empregadas.

A segunda parte do estudo é dedicada à análise e à síntese dos dados. No Capítulo 4, são apresentados e analisados os resultados da pesquisa, com o intuito de cumprir os objetivos propostos. Finalmente, no Capítulo 5, as conclusões encontradas são condensadas, encerrando o trabalho antes da seção de referências bibliográficas.

## **2 REVISÃO DA LITERATURA**

O presente referencial teórico encontra-se estruturado em duas partes interdependentes. A primeira parte tem como foco analítico para o contexto histórico da economia brasileira entre o “Milagre Econômico” e a chamada “Década Perdida”, com o objetivo de examinar de que modo o ciclo de crescimento acelerado observado entre o final da década de 1960 e meados dos anos 1970 impulsionou dinâmicas de endividamento e vulnerabilidades estruturais no sistema financeiro nacional. São, portanto, investigados os principais condicionantes econômicos e institucionais que contribuíram para a transição de um cenário de crescimento e expansão, para um período de crise prolongada e estagnação nos anos 1980.

Na segunda parte, a finalidade está em apresentar e fundamentar a Hipótese da Instabilidade Financeira de Hyman Minsky. Nesta seção, são discutidos os fundamentos conceituais da teoria, a classificação das unidades financeiras (*hedge*, especulativas e Ponzi), a lógica do ciclo de fragilidade financeira e, por fim, o papel sistêmico exercido pelo sistema bancário e pelas instituições financeiras na propagação e intensificação das oscilações econômicas.

### **2.1 CONTEXTO MACROECONÔMICO BRASILEIRO: DO "MILAGRE" À "DÉCADA PERDIDA"**

A presente seção tem como objetivo contextualizar historicamente a trajetória da economia brasileira entre o período do chamado “Milagre Econômico” e a “Década Perdida”, focando na identificação das dinâmicas de crescimento, endividamento e crise. A análise abrangerá os principais marcos dessa trajetória, com especial atenção ao II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND), à condução da política econômica durante o governo Geisel, e aos fatores estruturais que contribuíram para a fragilização do sistema financeiro nacional.

### 2.1.1 II O “Milagre Econômico” brasileiro

O período compreendido entre 1968 e 1973, convencionalmente denominado “Milagre Econômico” brasileiro, representa um ciclo de crescimento econômico sem precedentes na história do país. Registrhou-se um aumento anual do Produto Interno Bruto (PIB) consistentemente acima de 10% e uma notável expansão da produção industrial (Gremaud *et al.*, 2024). Essa fase de intensa prosperidade foi impulsionada pelo aquecimento comércio mundial e pelos fluxos financeiros, que permitiram ao Brasil uma maior abertura econômica em relação ao exterior (Lacerda *et al.*, 2010).

O chamado “Milagre” não emergiu de forma isolada, mas foi precedido por uma profunda crise econômica e política iniciada em 1963, marcada por acentuada desaceleração econômica, queda dos investimentos e uma inflação crescente, que se intensificou em 1964. Tais desequilíbrios eram reflexos tanto de legados do período desenvolvimentista anterior quanto da crescente instabilidade política, que dificultava a formulação e implementação de políticas econômicas consistentes (Gremaud *et al.*, 2024).

Nesse cenário de turbulência, o golpe militar de 1964 impôs uma solução autoritária, reorganizando a política econômica. Sob a liderança de Castelo Branco, lançou-se o Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), visando combater a inflação e restaurar a confiança via reformas institucionais. O PAEG combinou “políticas conjunturais de combate à inflação, associadas a reformas estruturais que permitiram o equacionamento dos problemas inflacionários, e das dificuldades que se colocavam ao crescimento econômico”, já que estabilização inflacionária era considerada uma pré-condição indispensável para a retomada do crescimento sustentado (Gremaud *et al.*, 2024).

A falta de legitimidade do regime impulsionou seus líderes a priorizar a retomada do crescimento, com menor ênfase na queda da inflação. Essa decisão foi influenciada pela crença de que a indexação de salários, tarifas públicas e instrumentos financeiros poderia neutralizar as distorções inflacionárias. No entanto, a indexação, ao viabilizar a convivência com a inflação, acabou por reduzir a determinação política necessária para combatê-la no futuro (Veloso *et al.*, 2012).

A partir de março de 1967, com a posse do governo do General Costa e Silva e a nova equipe econômica sob a liderança do Ministro Antônio Delfim Netto, a política econômica do regime militar direcionou seu foco para o crescimento acelerado

(Lacerda *et al.*, 2010). Delfim Netto reformulou o diagnóstico inflacionário: a inflação, após o ajuste das contas públicas pelo PAEG e o rígido controle salarial, passou a ser interpretada como um fenômeno predominantemente de custos, não mais de demanda (Gremaud *et al.*, 2024).

Essa nova abordagem levou a um gradualismo no combate à inflação (contida entre 15% e 20%) e ao relaxamento das políticas de contenção da demanda, com a notável exceção da política salarial e o controle de preços governamental. A política anti-inflacionária do PAEG utilizou o controle do salário nominal como seu principal instrumento, o que, somado a choques tarifários e desvalorizações cambiais, resultou na queda do salário mínimo. Isso, por sua vez, enfraqueceu o poder de barganha dos trabalhadores e contribuiu significativamente para a concentração de renda (Oliveira, 2020).

O "Milagre" destacou-se pelas altas taxas de crescimento do PIB, impulsionadas por diversos setores da economia, mantendo a mesma matriz de crescimento industrial implantada durante o Plano de Metas (Lacerda *et al.*, 2010). A indústria foi a grande protagonista, beneficiada pela capacidade ociosa herdada e pela expansão da demanda, com destaque para o setor de bens duráveis, que cresceu a uma taxa média anual de 23,6%, estimulado pela expressiva expansão do crédito ao consumidor após a reforma financeira, incentivando um significativo endividamento familiar (Gremaud *et al.*, 2024).

Segundo o mesmo autor, o crescimento econômico brasileiro nesse período foi propulsionado por cinco fatores interligados: a retomada do investimento público em infraestrutura; o aumento dos investimentos das empresas estatais; a expansão acelerada do consumo de bens duráveis; o dinamismo da construção civil; e o expressivo crescimento das exportações.

Um dos aspectos mais marcantes do "Milagre" foi a abertura para o capital externo e a consequente escalada do endividamento externo. A política de captação de empréstimos e investimentos estrangeiros revelou-se crucial para financiar o crescimento e equilibrar o balanço de pagamentos. O cenário internacional era particularmente favorável, marcado pelo surgimento do euromercado em meados dos anos 1960 (Gremaud *et al.*, 2024).

Este mercado, impulsionado pela expansão internacional de bancos americanos que buscavam contornar restrições do Federal Reserve (FED) e reciclar o excesso de liquidez internacional oriundo dos déficits dos EUA, proporcionou

abundante liquidez, queda nas taxas de juros e alongamento dos prazos para empréstimos (Gremaud *et al.*, 2024). O Brasil, ao capitalizar essa conjuntura, experimentou sua primeira onda de endividamento externo significativo. A evolução da Dívida Externa Bruta Pública e Privada do Brasil durante o "Milagre Econômico" é ilustrada na Tabela 1.

Tabela 1 - Evolução da Dívida Externa Bruta do Brasil (1967-1973)

Ano	Dívida Externa Bruta (US\$ milhões)
1967	3.440
1968	4.092
1969	4.635
1970	6.240
1971	8.284
1972	11.464
1973	14.857

Fonte: Adaptado de IPEA (2024).

Pode-se observar na Tabela 1 que a dívida externa bruta do país saltou de aproximadamente US\$3,4 bilhões em 1967 para US\$14,9 bilhões em 1973, representando um aumento de 332% - o que já alertava para a existência de um sobre-endividamento no período (Giambiagi, 2016).

A justificativa oficial para o endividamento era a imperativa necessidade de poupança externa para financiar o crescimento. No entanto, a abundante disponibilidade de liquidez internacional, somada à carência de mecanismos de financiamento de longo prazo no Brasil (fora as linhas oficiais), foram fatores decisivos para essa intensificação da dívida (Gremaud *et al.*, 2024).

O sistema bancário brasileiro teve um papel central na captação de recursos externos. Mecanismos regulatórios como a Lei nº 4.131 e a Resolução nº 63 facilitaram a entrada de capital estrangeiro (Gremaud *et al.*, 2024). Essa entrada foi incentivada pela elevação das taxas de juros internas, resultado da reforma financeira de 1964, e pela crescente demanda por crédito. Aproveitando a diferença entre os juros internos e externos, os bancos captavam recursos no exterior, o que, por sua vez, contribuía para o aumento da dívida interna (Lacerda *et al.*, 2010).

Apesar do "brilho" e do aparente sucesso do "Milagre", importantes fatores de vulnerabilidade estrutural se consolidaram, preparando o terreno para futuras instabilidades econômicas. A estrutura de financiamento era um ponto de fragilidade crítica: o financiamento de investimentos de longo prazo com recursos de curto prazo

provenientes do mercado internacional, embora vantajoso com liquidez e juros baixos, tornava o país suscetível a reversões de fluxo de capital ou a aumentos abruptos nas taxas de juros internacionais (Giambiagi, 2016).

A expressão "Milagre Brasileiro", embora de forte impacto psicológico e politicamente conveniente, possuía frágil fundamento econômico. Ela consistiu na colheita dos frutos semeados pelas reformas estruturais do PAEG, coadjuvada por uma economia internacional em expansão e termos de troca favoráveis entre os anos de 1967 e 1973 (Veloso *et al.*, 2012).

No auge do ciclo expansivo, em 1973, com um crescimento de 14% do PIB, começaram a manifestar-se contradições decorrentes de um desenvolvimento dependente. Essa era uma realidade de "enorme aumento de importação de bens de produção, resultante de uma industrialização com grande desproporcionalidade departamental" (Lacerda *et al.*, 2010).

Além disso, em outubro de 1973, a eclosão da Guerra do Yom Kippur quadruplicou os preços do petróleo. Julgando a elevação dos preços um movimento passageiro, o governo Médici optou por não reagir, mantendo inalterados os preços dos combustíveis e a política cambial (Veloso *et al.*, 2012). Tais eventos e fragilidades estruturais, que "amplificou-se com o choque do petróleo, elevou o peso dos serviços na conta de transações correntes e intensificou a necessidade de endividamento" (Lacerda *et al.*, 2010).

Essa realidade complexa levou a uma fase em que "o governo do general Geisel, que assumiu em março de 1974, buscou enfrentar os desequilíbrios estruturais da economia com a implantação do II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND)". O plano representou uma mudança na política econômica, tentando manter o crescimento mesmo em um cenário internacional adverso, apoiado no otimismo gerado pelo "Milagre Econômico" anterior (Lacerda *et al.*, 2010).

### **2.1.2 II Plano Nacional de Desenvolvimento e a condução da política econômica do governo Geisel**

Ernesto Geisel assumiu a presidência da República em 15 de março de 1974, herdando um complexo quadro econômico e político. Oficialmente alinhado a Castelo Branco, Geisel estabeleceu dois objetivos primordiais para seu governo: promover

uma gradual abertura política e prosseguir com a modernização da economia brasileira através da indústria - a fim de reduzir a dependência de insumos importados e desenvolver a indústria de bens de consumo (Veloso *et al.*, 2012; Giambiagi, 2016).

Os anos 1970 foram um período conturbado, marcado por um choque do petróleo que elevou drasticamente os preços da matriz energética mundial e pelo rompimento do acordo internacional que estabilizava as taxas de câmbio. Enquanto a maioria do mundo reagiu de forma recessiva, o Brasil buscou uma abordagem diferente (Gremaud *et al.*, 2024).

A rápida expansão das importações e da dívida externa brasileiras durante o "Milagre Econômico" (1968-1973) acentuou a dependência externa do país. O crescimento expressivo das importações refletiu mudanças estruturais do período, com o setor industrial, especialmente o de bens de consumo duráveis, ampliando a demanda por bens de capital que o parque industrial doméstico não conseguia suprir (Giambiagi, 2016).

Paralelamente, nos anos anteriores ao primeiro choque do petróleo (1973), o Brasil tornou-se crescentemente dependente do combustível, com sua participação na matriz energética saltando de 34% (1971) para 40% (1973). Nesse período, as importações de petróleo passaram de 59% para 81% do consumo interno, enquanto o consumo total quase dobrou - de 21 milhões de m<sup>3</sup> (1967) para 46 milhões de m<sup>3</sup> (1973) (Giambiagi, 2016).

Em 1974, a economia brasileira já apresentava sinais de superaquecimento, com inflação contida artificialmente por controles de preços. O choque petrolífero agravou dramaticamente esse quadro: as importações de combustíveis passaram a consumir 23% do total de importações, exacerbando os desequilíbrios externos e a pressão inflacionária (Veloso *et al.*, 2012).

Em síntese, a economia brasileira, após o "Milagre", apresentava uma capacidade de produção ampliada em bens de consumo duráveis, mas sua utilização efetiva exigia uma demanda por bens de capital e petróleo que não podia ser atendida domesticamente, tornando o crescimento mais dependente da capacidade de importar (Giambiagi, 2016).

Diante do choque do petróleo, duas alternativas principais se apresentavam (Gremaud *et al.*, 2024). A primeira era o ajustamento: conter a demanda interna, evitar que o choque externo se convertesse em inflação permanente e corrigir o desequilíbrio externo. Isso implicava uma queda do salário real e uma desvalorização

cambial (*Veloso et al.*, 2012). A segunda, a opção de financiamento do crescimento: manter o ritmo de expansão e promover um ajuste gradual dos preços relativos, contando com financiamento externo abundante e a suposição de que a crise seria passageira (*Gremaud et al.*, 2024).

Inicialmente, o Ministro Mário Henrique Simonsen sinalizou a opção pelo ajustamento, buscando controlar a demanda. Contudo, essa política foi dificultada por pressões políticas e uma crise financeira interna (*Gremaud et al.*, 2024). Geisel, que buscava legitimar seu poder pelo crescimento econômico, interessava-se em atender a demanda empresarial pela continuidade do crescimento (*Giambiagi*, 2016).

Uma grande queda na taxa de crescimento poderia dificultar a permanência de Geisel no poder e seu projeto de abertura política "segura e gradual". Diante dessa realidade, o governo abandonou as tentativas de conter a demanda e adotou a alternativa de "fuga para a frente" com o lançamento do II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND) em fins de 1974. Esse plano, elaborado sob orientação de João Paulo dos Reis Velloso, propunha uma estratégia de financiamento que assumia "os riscos de aumentar provisoriamente os déficits comerciais e a dívida externa", para buscar desenvolver uma estrutura industrial que permitiria superar tanto a crise, quanto o subdesenvolvimento (*Lacerda et al.* 2010).

O II PND foi concebido para promover um ajuste estrutural que permitisse ao Brasil superar as limitações impostas pela crise do petróleo e pela dependência de importações. O governo abandonou as tentativas de conter a demanda e optou pela continuidade do desenvolvimento (*Gremaud et al.*, 2024). O plano visava aprofundar a industrialização, com ênfase na substituição de importações em setores estratégicos e no fortalecimento da infraestrutura (*Maringoni*, 2016). Conforme *Gremaud et al.* (2024), essa alteração na estrutura de oferta significava modificar a estrutura produtiva brasileira para, a longo prazo, diminuir a necessidade de importações e fortalecer a capacidade de exportação.

Para implementar o II PND, o governo Geisel adotou uma estratégia baseada no protagonismo estatal, utilizando empresas públicas tanto como produtoras quanto como grandes demandantes da indústria privada (*Lacerda et al.*, 2010). Projetos emblemáticos como a Hidrelétrica de Itaipu, o programa nuclear em parceria com a Alemanha e o Proálcool (1975) exemplificaram essa abordagem, com o Estado atuando como "Estado-empresário" ao centralizar o planejamento e delegar às

estatais o papel principal na execução das transformações econômicas (Veloso *et al.*, 2012; Gremaud *et al.*, 2024).

Buscando viabilizar o II PND e sustentar o crescimento econômico, o Estado brasileiro acumulou um passivo financeiro significativo. Dada a prevalência de taxas de juros internacionais baixas naquele período, o governo era capaz de arcar com os encargos da dívida. Contudo, essa estratégia apresentava um risco substancial: qualquer elevação nas taxas de juros, especialmente devido à característica flutuante dos empréstimos, poderia comprometer a capacidade de pagamento do país. A deterioração progressiva da capacidade de financiamento do Estado, que assumiu e socializou grande parte dos custos do II PND sem desenvolver mecanismos adequados de financiamento interno, seria o cerne dos problemas econômicos enfrentados pelo Brasil nas décadas seguintes (Gremaud *et al.*, 2024).

O financiamento externo teve um papel crucial, especialmente pela "reciclagem dos petrodólares". Em um cenário de retração da demanda de crédito nos países desenvolvidos, o governo brasileiro e suas grandes empresas estatais tornaram-se os principais tomadores de recursos do sistema financeiro internacional, já que estas estavam restritas ao crédito interno e forçadas ao endividamento externo para cobrir o "hiato de divisas" (Lacerda *et al.*, 2010; Gremaud *et al.*, 2024). Esse processo marcou a estatização da dívida externa, pois as estatais, com aval do governo federal, obtinham melhores condições de crédito no mercado internacional (Giambiagi, 2016).

A dívida externa cresceu rapidamente, saltando de US\$ 15 bilhões entre 1974 e 1977 para mais US\$ 17 bilhões entre 1978 e 1979. A facilidade de obtenção de recursos externos estava ligada à reciclagem dos petrodólares e à visão dos países em desenvolvimento como clientes preferenciais. Contudo, os empréstimos eram concedidos a taxas de juros flutuantes, em um contexto onde as taxas reais já não eram negativas como nos anos 1960 (Lacerda *et al.*, 2010; Gremaud *et al.*, 2024).

A dependência do endividamento externo tornou a economia brasileira extremamente vulnerável a choques externos (Giambiagi, 2016). Essa fragilidade financeira se tornou insustentável com a elevação das taxas de juros internacionais no final da década de 1970. Isso, porque, em 1979, o Segundo Choque do Petróleo elevou o preço do barril de US\$ 30,03 em 1979 para US\$ 35,69 em 1980. Para conter os efeitos inflacionários desse novo choque, os bancos centrais dos países industrializados, notadamente o dos Estados Unidos, elevaram suas taxas básicas de

juros. A “prime rate” (taxa básica de empréstimo oferecida) americana, que era de 7,9% antes do choque, subiu para 18,9% em 1981 (Giambiagi, 2016).

O aumento dos juros elevou substancialmente o serviço da dívida externa, já que grande parte dela possuía taxas flutuantes, e dificultou a captação de novos empréstimos (Giambiagi, 2016). A deterioração da situação fiscal do Estado internamente, com redução na carga tributária e aumento dos déficits em operações creditícias, somada ao desequilíbrio externo e aos choques de oferta, gerou pressões inflacionárias que saltaram para 77% em 1979. O déficit em transações correntes de US\$ 10,8 bilhões em 1979, parcialmente coberto por entradas de capital, ocasionou uma queima de reservas de US\$ 2,2 bilhões, marcando o início da crise cambial (Gremaud *et al.*, 2024).

Os resultados de 1980 foram, no entanto, a aceleração inflacionária para 100% ao ano, o recrudescimento da maior crise econômica internacional no pós-guerra, a deterioração das contas externas, e uma acentuação do processo especulativo devido à maxidesvalorização e à prefixação. A meta do II PND de manter o crescimento econômico em torno de 10% ao ano não foi cumprida, embora o crescimento se mantivesse elevado, mas em níveis inferiores aos do "Milagre" (Gremaud *et al.*, 2024).

A combinação desses fatores, juntamente com o aumento dos juros norte-americanos entre 1979-82 e a moratória mexicana em agosto de 1982, marcou o auge e esgotamento do modelo de crescimento com endividamento, inaugurando a "década perdida" para a economia brasileira (Giambiagi, 2016).

### **2.1.3 Os anos 1980 e a “Década Perdida”**

O Brasil mergulhou em uma profunda crise econômica na década de 1980, um período que viria a ser conhecido como a "Década Perdida". Suas raízes mergulham nos choques do petróleo de 1973 e 1979 e na vertiginosa ascensão das taxas de juros internacionais entre 1978 e 1982 (Carneiro; Modiano, 2014). Esse cenário, somado ao baixo crescimento, à ameaça de hiperinflação e a uma crise fiscal sem precedentes, tornou a situação nacional insustentável (Carneiro, 1991).

Ao assumir a presidência em março de 1979, João Figueiredo herdou um país já sob pressão, com inflação crescente e a dívida externa progressiva (Veloso *et al.*, 2012). O ministro do Planejamento, Mário Henrique Simonsen, propôs um pacote de

austeridade para desacelerar a economia e desvalorizar o câmbio. Contudo, essa abordagem de ajuste recessivo gerou forte resistência, e Simonsen renunciou em agosto de 1979 (Giambiagi, 2016).

A entrada de Delfim Netto marcou uma tentativa de reverter o quadro. Priorizando a ampliação do crédito, especialmente para a agricultura, buscou-se reativar a economia e controlar a inflação. Contudo, essa guinada, combinada com reajustes salariais semestrais e uma maxidesvalorização cambial de 30% em dezembro de 1979, intensificou a espiral inflacionária. A prefixação da correção monetária e cambial em 1980 resultou em juros reais negativos, realimentando a inflação, que atingiu 110,2% (Veloso *et al.*, 2012).

A crise da dívida externa atingiu seu auge a partir de 1982, após a moratória mexicana e o rompimento dos fluxos de capital voluntário. O Brasil foi forçado a buscar o auxílio do FMI, que impôs um pacote de cortes orçamentários, nova desvalorização cambial (30% em fevereiro de 1983), aperto monetário e modificações na lei salarial para conter o impacto inflacionário (Veloso *et al.*, 2012).

Essa política levou a uma profunda recessão. Em 1981, o PIB registrou sua primeira queda na história (-4,3%), e a inflação continuou a escalar, atingindo 211% em 1983 e impressionantes 1.782,9% em 1989 (Veloso *et al.*, 2012; Vargas e Felipe, 2015). Isso por conta da grande emissão primária de moeda para financiar o crescente déficit público que exacerbava a liquidez e pressionava os preços (Vargas; Felipe, 2015).

A crise fiscal do Estado foi agravada pela estatização da dívida externa. Os pagamentos de juros saltaram de US\$2,7 bilhões em 1978 para US\$11,4 bilhões em 1982, os quais drenavam recursos e forçavam o governo a um crescente endividamento interno (Lacerda *et al.*, 2010; Rostoldo, 2003). Essa dinâmica, em que a dívida externa era "estatizada" e convertida em dívida interna por meio de títulos públicos com juros cada vez mais altos e prazos mais curtos, ampliou o grau de indexação e realimentou a inflação (Gremaud *et al.*, 2024; Lacerda *et al.*, 2010).

A especulação financeira também desempenhou um papel crucial para a crise. O sistema financeiro oligopolizado se beneficiou da alta inflação, e grandes empresas, em vez de investir produtivamente, direcionavam lucros excedentes para a especulação, obtendo resultados financeiros superiores aos operacionais em um ambiente recessivo. A correção monetária, que deveria ser uma ferramenta de convivência com a inflação, tornou-se um mecanismo autoalimentador, pois agentes

econômicos superestimavam expectativas inflacionárias nos títulos públicos, impulsionando a espiral de preços (Lacerda *et al.*, 2010).

A "Década Perdida" no Brasil foi um período de profunda instabilidade macroeconômica, culminando em estagnação e hiperinflação, mas também catalisou importantes transformações políticas. O fim do regime militar e a transição para a Nova República, impulsionados pela insatisfação popular expressa em movimentos como as "Diretas Já" (Gremaud *et al.*, 2024), abriram caminho para a renegociação da dívida externa em 1994. Esse processo, com deságio dos credores, foi crucial para a estabilização cambial e de preços, evidenciando como a crise externa se internalizou e forçou o país a reavaliar seu modelo de desenvolvimento (Giambiagi, 2016).

## 2.2 A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA DE HYMAN MINSKY

Esta seção aborda a Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) de Minsky, como uma base teórica fundamental para compreender a dinâmica cíclica das economias capitalistas, especialmente no que tange à sua propensão inerente a crises financeiras. Sua análise se concentra na evolução das estruturas de financiamento e endividamento ao longo do ciclo econômico, culminando em momentos de grandes expansões econômicas, fragilidade financeira e, eventualmente, recessão.

### 2.2.1 Fundamentos da Teoria

A Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF), desenvolvida por Hyman Minsky, parte de uma reinterpretação das ideias de John Maynard Keynes para explicar o funcionamento das economias capitalistas. Especialmente influenciado pela obra *The General Theory of Employment, Interest and Money* (Keynes, 1964), Minsky enfatiza o caráter monetário do capitalismo e atribui ao investimento um papel central no comportamento macroeconômico. Para o autor, o processo de acumulação de capital, impulsionado pelo investimento, está intrinsecamente condicionado pela forma como é financiado, sobretudo por meio da complexa estrutura do sistema financeiro (Terra; Ferrari Filho, 2011).

Nessa perspectiva, as decisões de investimento ultrapassam a mera avaliação do retorno esperado. Elas são, antes, atos de compromisso com o futuro, envolvendo

a formação de carteiras compostas por ativos reais e financeiros, onde as unidades econômicas definem suas estratégias com o objetivo de maximizar a acumulação de riqueza ao longo do tempo (Carvalho, 1987).

O sistema financeiro, então, ao disponibilizar crédito e recursos financeiros, viabiliza a concretização dessas decisões, uma vez que a acumulação capitalista pressupõe a troca de moeda presente por moeda futura. Assim, o processo de constituição de ativos pelas unidades econômicas está necessariamente acompanhado pela geração de passivos, formando estruturas de endividamento que desempenham papel crucial na estabilidade (ou instabilidade) do sistema (Minsky, 1992).

Embora as projeções de lucros de investimentos sejam incertas, as obrigações financeiras de financiamentos são compromissos contratuais firmes, o que cria uma assimetria entre fluxos de caixa esperados e compromissos de pagamento. Essa assimetria, segundo Minsky (1992), pode causar um desequilíbrio que compromete a solvência dos agentes. Longe de ser um fenômeno excepcional, a acumulação de passivos financeiros é parte da operação capitalista, tornando a fragilidade financeira uma consequência endógena e recorrente da busca por lucros (Paula; Alves Junior, 2003).

Minsky (1994) argumenta que em um sistema complexo e em constante transformação como o capitalismo, a estabilidade percebida não representa um ponto de equilíbrio duradouro, mas o prelúdio de uma deterioração gradual das condições financeiras. Em um ambiente inicialmente estável, marcado por fluxos de receitas previsíveis e baixa inadimplência, induzem os agentes a assumir posições cada vez mais arriscadas.

O autor sustenta que tal mudança comportamental, impulsionada pela confiança na continuidade da estabilidade, conduz a um relaxamento dos critérios de crédito por parte dos financiadores, na proliferação de inovações financeiras que prometem maior rentabilidade e na ampliação sistemática das alavancagens em todos os setores da economia. Elementos que, em conjunto, alimentam um ciclo de expansão insustentável.

Portanto, essa oscilação não decorre de fatores exógenos, mas resulta de processos endógenos, inerentes à dinâmica do próprio sistema, especialmente à atuação dos agentes econômicos guiados pelo interesse individual. Assim, mesmo em contextos de aparente estabilidade, podem emergir comportamentos

especulativos e bolhas de ativos, que se retroalimentam até que ocorra uma correção do sistema, seja por meio de mecanismos de autorregulação, intervenções estatais ou limites institucionais (Minsky, 1994).

Nesse contexto, a estabilidade se torna paradoxal. Ao invés de consolidar o sistema, semeia as bases de sua própria instabilidade. À medida que a confiança se generaliza, os mecanismos de segurança são enfraquecidos, as estruturas de endividamento se tornam mais frágeis e o sistema como um todo passa a operar com menor resiliência a choques adversos, criando um padrão cíclico de "expansões incoerentes e contrações desastrosas" (Minsky, 1994, p. 22).

De acordo com Minsky (1986), a raiz da instabilidade financeira reside na constante busca por lucro de todos os agentes econômicos, em particular das instituições financeiras. O sistema bancário, com sua capacidade de criar liquidez, fomenta o financiamento de operações cada vez mais especulativas, acelerando em períodos de otimismo. Para sustentar essa expansão, introduzem-se inovações em instrumentos de captação e empréstimo que, embora aumentem o crédito, comprometem a transparência dos riscos.

Seguindo esse raciocínio, o autor mostra que a política monetária perde progressivamente sua eficácia, pois os canais tradicionais de controle de liquidez são contornados por essas novas formas de intermediação financeira. Cada inovação, em vez de estabilizar, tende a alimentar novos ciclos de investimento e endividamento, contribuindo para uma escalada da instabilidade sistêmica.

Como resultado, observa-se um deslocamento da prudência para a especulação. Em vez de manter estruturas conservadoras de balanço, os agentes passam a operar com alavancagens mais elevadas, assumindo dívidas de curto prazo para financiar ativos de longo prazo, prática que eleva substancialmente a exposição a riscos de liquidez e solvência. A especulação, nesse contexto, deve ser entendida não como comportamento irracional, mas como uma resposta racional a um ambiente onde os ganhos financeiros superam, no curto prazo, os riscos percebidos. No entanto, essa racionalidade individual, quando amplificada sistêmica e coletivamente, conduz a desequilíbrios macroeconômicos significativos (Minsky, 1986).

Para elucidar a evolução da fragilidade dentro do sistema, o mesmo autor propõe uma taxonomia das unidades baseada em seus perfis de endividamento e capacidade de geração de fluxo de caixa, classificando-as em três categorias: hedge, especulativas e Ponzi.

## 2.2.2 Tipos de unidades financeiras

Para Minsky (1986), a compreensão da fragilidade financeira endógena de uma economia reside na análise das distintas posturas financeiras assumidas pelas unidades econômicas – sejam elas empresas, famílias ou governo. Essas posturas são definidas pela relação entre os fluxos de caixa futuros esperados e os compromissos financeiros contratuais. Minsky propõe uma taxonomia que classifica o financiamento em três categorias principais, que representam graus crescentes de vulnerabilidade: *hedge*, especulativo e Ponzi (Minsky, 1982).

A posição *hedge* representa o modelo mais robusto e prudente de financiamento. Unidades econômicas classificadas como *hedge* são aquelas cujos fluxos de receita esperados de seus ativos são plenamente suficientes para cobrir todos os compromissos financeiros, tanto o pagamento de juros quanto a amortização do principal da dívida. Detentoras de sólidas margens de segurança, essas unidades possuem balanços financeiros saudáveis e são capazes de honrar continuamente suas obrigações, mesmo diante de reduções moderadas no nível de atividade econômica que possam afetar suas receitas. A predominância de financiamento *hedge* em uma economia denota estabilidade, resiliência a choques e uma baixa probabilidade de insolvência sistêmica (Minsky, 1986).

Por sua vez, as estruturas financeiras especulativas, conforme Bahry e Gabriel (2010), ocupam uma posição de insuficiência dos fluxos de receita esperados da unidade econômica para cobrir integralmente seus compromissos financeiros de principal e juros. Nesses casos, as receitas são suficientes apenas para arcar com os juros, exigindo que o principal seja constantemente refinanciado para manter sua solvência (Minsky, 1986).

Isso implica que, para honrar suas obrigações ao vencimento, essas unidades dependem da rolagem de dívidas ou da venda de ativos, com base em expectativas de rendimentos futuros que, em valor presente, sejam superiores aos seus compromissos (Paula; Alves Junior, 2003). Por isso, unidades especulativas possuem menor margem de segurança e, embora possam operar de forma sustentável em períodos de otimismo e liquidez abundante, são altamente sensíveis à deterioração das expectativas de mercado.

No que diz respeito a posição Ponzi, esta constitui a forma mais extrema e frágil de endividamento, sendo frequentemente descrito como uma extração crítica do

modelo especulativo (Minsky, 1992). Nesse mesmo raciocínio, o autor atribuiu o conceito de unidades Ponzi como aquelas cujas receitas esperadas não são suficientes sequer para cobrir os encargos financeiros (juros), tornando-as incapazes de amortizar o principal de suas dívidas (Minsky, 1986).

Para evitar a insolvência, as unidades econômicas, com dívidas em constante crescimento, dependem de novos empréstimos ou da valorização de seus ativos para gerar lucros (Sales, 2021). Essa dependência as torna extremamente vulneráveis a interrupções no fluxo de crédito ou à queda nos preços dos ativos. A ausência de margens de segurança e a total dependência de fatores externos tornam essa posição um sinal claro de grave fragilidade, podendo levar a colapsos financeiros (Minsky, 1992).

A proporção de unidades *hedge*, especulativas e Ponzi em uma economia é o principal fator que determina a sua estabilidade ou fragilidade. Essa composição da estrutura de financiamento nos permite entender como o comportamento das empresas e instituições pode alterar o grau de vulnerabilidade do sistema (Minsky, 1986). Essa compreensão leva à análise do ciclo de fragilidade financeira, onde a busca por lucro, inerente ao capitalismo, cria as condições para a sua própria instabilidade (Minsky, 1992).

### **2.2.3 Ciclo da fragilidade financeira**

Para Hyman Minsky (1986), a instabilidade financeira é uma característica inerente às economias de mercado. Ela é causada pelo comportamento dos próprios agentes econômicos, cujas decisões são influenciadas por expectativas incertas e pela busca constante por lucros cada vez maiores. Com esse objetivo em mente, os agentes tendem a expandir suas operações financeiras, que operam em um ambiente imprevisível e dependem de projeções sobre as futuras condições econômicas (Minsky, 2010).

Teixeira, Tiryaki e Drummond (2020) evidenciam como o ciclo de fragilidade financeira descrito por Minsky tem início em um período de estabilidade e otimismo crescente, onde o desempenho econômico positivo e a lucratividade elevada reduzem a aversão ao risco dos agentes econômicos. Em um estágio inicial, unidades que

operam majoritariamente com financiamento *hedge* são incentivadas a assumir níveis crescentes de endividamento para financiar novos projetos ou expandir operações.

A confiança generalizada e as pressões competitivas impulsionam as instituições financeiras a flexibilizar as condições de crédito, expandindo a oferta. Neste ambiente, a proporção de financiamento *hedge* na economia diminui em favor de posições mais arriscadas, ou seja, especulativas. A economia entra em uma fase de “euforia”, caracterizada por um excesso de confiança e pela valorização de ativos financeiros (Minsky, 1986).

O otimismo atinge seu ápice, e as oportunidades de lucro via especulação tornam-se proeminentes. O sistema financeiro, validando continuamente os planos de investimento, mesmo aqueles mais arriscados, impulsiona a transformação de unidades *hedge* em especulativas e a subsequente proliferação de unidades Ponzi (Silva, 2008).

À vista disso, Minsky (1990) argumenta que, sob sua perspectiva teórica, que a noção tradicional de equilíbrio possui relevância questionável. Para ele, as economias capitalistas configuram sistemas dinâmicos, não lineares, dependentes do tempo e propensos à incoerência endógena. Logo, a instabilidade é um aspecto estrutural do próprio funcionamento do sistema.

O ponto crítico do ciclo ocorre no chamado “Momento Minsky”, momento de inflexão em que o acúmulo de dívidas e a deterioração das condições de financiamento tornam-se insustentáveis (Caríssimo, 2021). A reversão da tendência ocorre, muitas vezes, com o aumento das taxas de juros ou à elevação de custos operacionais, como salários e preços de insumos, que reduzem as margens de lucro e inviabilizam a continuidade dos planos de investimento baseados em expectativas de valorização futura (Minsky, 1986).

Ou seja, embora Minsky enfatize a natureza endógena da instabilidade, Dymski e Pollin (1992) sugerem que a reversão da tendência de fragilização, apesar de endógena em sua base, pode ser precipitada por choques exógenos. Mudanças na política monetária, por exemplo, não só reduzem o valor presente dos fluxos de capital esperados, mas também elevam os encargos de financiamento de empréstimos, alterando drasticamente as posições financeiras dos agentes (Kregel, 1998).

Segundo Arestis e Glickman (1999), Minsky também reconhece que a estabilidade pode ser interrompida por eventos externos. No entanto, sua interpretação difere substancialmente da abordagem neoclássica de choques

exógenos: em vez de serem elementos aleatórios que perturbam um sistema naturalmente estável, tais eventos são vistos como catalisadores que revelam e amplificam fragilidades já latentes na estrutura financeira e na lógica endógena do capitalismo.

À medida que a fragilidade financeira se generaliza, a economia entra na fase de pânico e contração. Qualquer alteração nas expectativas financeiras, exclusivamente sobre condições futuras, pode desencadear uma reversão das operações, levando a uma contração abrupta do crédito que ameaça todo o sistema econômico (Minsky, 2010).

A percepção de risco se eleva drasticamente, os credores exigem garantias adicionais, e o refinanciamento se torna escasso. As unidades Ponzi e especulativas, incapazes de honrar seus compromissos, são as primeiras a falir, desencadeando um processo de "deflação de dívidas". Sob tal conjuntura, a venda massiva de ativos para cobrir obrigações derruba seus preços, aumentando o peso real da dívida e gerando uma espiral de falências e contração econômica (Minsky, 1986).

A busca por interesses individuais, que antes impulsionava a expansão, agora leva a resultados "anti-smithianos", com a "mão invisível dos mercados" conduzindo a desfechos negativos (Minsky, 1994, p. 23). Essa dinâmica cíclica de instabilidade demonstra a natureza instável do capitalismo. No entanto, Minsky ressalta que essas turbulências não duram para sempre, sendo contidas por limites institucionais, intervenções do Estado ou mecanismos de autorregulação que, mesmo que temporariamente, restauram a estabilidade do sistema (Minsky, 1994).

Diante disso, examina-se o papel desempenhado pelas instituições públicas e privadas, isto é, tanto a atuação do setor público quanto a conduta dos bancos e demais agentes financeiros, na contenção ou amplificação da instabilidade. Conforme argumenta Almeida (2020), a manutenção da estabilidade financeira depende das práticas adotadas pelas instituições financeiras, uma vez que, motivadas pelo aumento dos lucros, podem negligenciar os riscos que assumem, o que pode comprometer não apenas a sua própria saúde, mas a estabilidade de todo o sistema.

## 2.2.4 O papel do setor público e do sistema bancário

Mesmo que a instabilidade seja um fenômeno endógeno às economias capitalistas, conforme proposto por Minsky (1986), sua manifestação mais aguda e destrutiva pode ser mitigada, ou amplificada, conforme o papel institucional exercido tanto pelo setor público quanto pelo sistema bancário vigentes. O autor enfatiza que uma teoria econômica consistente não pode ignorar as características institucionais, especialmente quando processos dependentes do tempo geram endogenamente um impulso para a incoerência.

O setor público e as instituições financeiras privadas são essenciais na determinação do padrão cíclico e da vulnerabilidade de uma economia (Minsky, 1982). Apesar de não serem os protagonistas centrais na origem dos ciclos econômicos nas teorias de Keynes (1964) e Minsky (1986), ambos os autores destacam o papel indispensável do setor público como um agente contracíclico, especialmente a atuação do governo central (Terra; Ferrari Filho, 2011).

Em momentos de crise ou profunda fragilidade, a ação do que Minsky denomina "Big Government" e "Big Central Bank" é fundamental para a estabilização do sistema financeiro. O governo, por meio de desequilíbrios fiscais, ou seja, déficits orçamentários, mantém os lucros, o emprego e a produção corrente (Minsky, 1986).

Essas políticas anticíclicas, como seguro-desemprego, aumento de gastos e obras de investimento, são importantes para suavizar as recessões, estimulando a poupança privada e, a longo prazo, o poder de compra e a economia. Essa atuação estabilizadora é crucial durante as recessões, quando o aumento dos gastos governamentais e os déficits fiscais sustentam a renda do setor privado, compensando a queda no consumo e no investimento (Minsky, 2010).

Apesar disso, a efetividade da intervenção pública depende de forma crucial da posição financeira do próprio Estado no momento em que a crise se instala. Como adverte Minsky (1992), as análises financeiras que pretendem compreender o comportamento do sistema não podem restringir-se exclusivamente às obrigações do setor privado, sendo imprescindível considerar a estrutura financeira do próprio setor público. Isso porque a capacidade do Estado de agir, contra-ciclicamente, é condicionada à solidez de sua posição fiscal e à margem de segurança que esta confere diante de choques inesperados.

Logo, a capacidade de atuação estabilizadora do setor público está intrinsecamente delimitada por sua própria capacidade financeira e pelas posições de endividamento em que se encontra no momento da crise. Como Minsky (1992) adverte, a análise das relações financeiras não pode ser restrita apenas às empresas, mas deve incluir as estruturas de obrigações de todos os agentes, incluindo o próprio governo.

A fragilidade do setor público, que emerge da passagem de posições hedge para especulativas e Ponzi, pode advir tanto de um gerenciamento precário das finanças públicas quanto da eclosão de uma crise financeira ou da redução do ritmo da atividade econômica. Assim, a depressão da margem de segurança das finanças públicas, por causas endógenas ao sistema, torna sua posição mais frágil e suas possibilidades de intervenção estabilizadora se reduzem, ao mesmo tempo em que ficam mais condicionadas às imposições do mercado financeiro (Terra; Ferrari Filho, 2011).

Paralelamente, e com um peso ainda maior na geração da instabilidade na visão minskyana, está o papel crucial dos bancos comerciais e demais instituições financeiras. Em contraste com a abordagem neoclássica, que os retrata como agentes neutros e passivos no processo financeiro, Minsky (1986) propõe uma visão em que essas instituições desempenham papel central na amplificação dos ciclos econômicos, atuando diretamente na geração de fases de expansão e contração.

Para o autor, os bancos são agentes dinâmicos, não apenas intermediários financeiros. Geridos por empreendedores que buscam maximizar lucros, eles respondem às oportunidades de mercado com a constante inovação em produtos e estratégias de crédito (Souza, 2004). Nesse ambiente de competição, os bancos e demais instituições financeiras são pressionados a expandir o crédito e a assumir riscos progressivamente maiores na busca incessante por rendimentos crescentes (Minsky, 1986).

Essa propensão à inovação e à assunção de riscos torna o sistema bancário um dos principais vetores da instabilidade financeira, dificultando a ação reguladora dos Bancos Centrais e estimulando o aumento da alavancagem das firmas não financeiras. Como observa Mollo (1988), a própria estrutura do sistema bancário é caracterizada por um dinamismo que impulsiona seus gestores a buscar lucros por meio de métodos e produtos financeiros crescentemente sofisticados.

A força endógena da instabilidade reside no comportamento especulativo dos bancos ao criarem moeda para o financiamento do investimento. Instituições financeiras captam recursos no curto prazo, principalmente depósitos, para financiar investimentos de longo prazo, gerando moeda. A criação endógena de meios monetários traz consigo, de maneira concomitante, instabilidade e fragilidade, já que qualquer perturbação neste processo desestabiliza o sistema como um todo (Mollo, 1988).

Nesse contexto, o Banco Central atua como o "financiador de última instância" ou "Big Bank". Sua função primordial é salvar as empresas mais fragilizadas em momentos de crise, sendo incisivo na tomada de decisão para contornar o enfraquecimento do crédito e, posteriormente, exigir uma postura menos arriscada dos agentes (Minsky, 2010, p. 96). Minsky (1994) destaca que os bancos centrais tanto restringem o comportamento do financiamento quanto, como emprestadores em última instância, diminuem as condições de ondas especulativas.

No entanto, as intervenções das autoridades, como por exemplo do "Big Bank", embora essenciais para evitar depressões e garantir a estabilização, não estão isentas de consequências. Minsky (1986) adverte que tais medidas podem gerar inflação, pois ao sustentar firmas e instituições financeiras com compromissos inviáveis em condições normais, promovem um ambiente propício para o crescimento de estruturas financeiras frágeis.

Além disso, conforme Wolfson (2002), na ótica minskyana, a atuação do emprestador de última instância, embora essencial para conter os efeitos imediatos de uma crise, não basta para evitar o retorno de deflações de dívidas e instabilidades financeiras. Sem reformas regulatórias que limitem práticas arriscadas, a intervenção estatal pode apenas alimentar uma nova fase de expansão inflacionária, sobretudo se o sistema bancário recuperar rapidamente sua capacidade de crédito após o choque.

### 2.3 A ESCOLA AUSTRÍACA E A CRÍTICA À INTERVENÇÃO ESTATAL NOS CICLOS ECONÔMICOS

A Escola Austríaca de Economia, fundada por Carl Menger e desenvolvida por autores como Ludwig von Mises e Friedrich Hayek, oferece uma perspectiva crítica sobre o papel do Estado nos ciclos econômicos. Ao contrário da visão de Minsky, a

teoria austríaca argumenta que as crises financeiras não são inerentes ao capitalismo, mas sim consequência direta das distorções criadas pela intervenção estatal na economia. Para os austríacos, essa abordagem teórica fornece uma lente alternativa para analisar as origens das fragilidades que levaram à "Década Perdida" no Brasil, entre 1968 e 1983 (Mises, 2009).

Os fundamentos teóricos da crítica austríaca baseiam-se na primazia da ação humana individual e na capacidade do mercado livre de coordenar informações dispersas através do sistema de preços. Ludwig von Mises desenvolveu a teoria da ação humana (praxeologia), que sustenta que os indivíduos agem de forma propositiva para satisfazer suas necessidades e preferências, utilizando meios escassos para atingir fins específicos. Nesta perspectiva, o mercado livre funciona como um mecanismo espontâneo de coordenação que permite a alocação eficiente de recursos sem necessidade de planejamento central (Mises, 2009).

Friedrich Hayek complementou esta visão ao enfatizar que nenhuma autoridade central possui a informação necessária para dirigir eficientemente uma economia complexa, sendo o sistema de preços livres o único mecanismo capaz de transmitir adequadamente as informações sobre escassez relativa e preferências dos consumidores (Hayek, 1990).

A Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos (ABCT), desenvolvida por Mises e aperfeiçoada por Hayek, constitui o núcleo da crítica austríaca às intervenções estatais. Segundo esta teoria, os ciclos de expansão e contração econômica não são fenômenos naturais ou endógenos ao capitalismo, mas resultam diretamente da manipulação artificial das taxas de juros pelos bancos centrais e da expansão creditícia não respaldada por poupança real (Huerta de Soto, 2012).

A ABCT propõe uma sequência causal específica: primeiro, as autoridades monetárias reduzem artificialmente as taxas de juros abaixo do nível de equilíbrio natural determinado pela preferência temporal dos poupadore; segundo, esta distorção sinaliza incorretamente aos empresários uma maior disponibilidade de recursos para investimentos de longo prazo; terceiro, ocorre uma expansão artificial da estrutura produtiva baseada em informações falsas sobre a real disponibilidade de capital; quarto, quando a expansão creditícia encontra limites ou as taxas de juros sobem, revela-se a insustentabilidade dos investimentos realizados, precipitando a crise (Rothbard, 2000).

O conceito de *malinvestment* é central na teoria austriaca. Ele se refere a investimentos que parecem lucrativos durante períodos de expansão artificial do crédito, mas que, na verdade, são insustentáveis. Isso acontece porque esses investimentos não estão alinhados com as preferências reais dos consumidores nem com a verdadeira disponibilidade de recursos da economia (Garrison, 2001).

A crítica austriaca à repressão financeira e ao direcionamento de crédito implementados no Brasil durante o período militar encontra fundamentos sólidos na teoria dos preços de Hayek. A manutenção artificial de taxas de juros reais negativas, os controles de crédito setoriais e os subsídios para determinadas atividades econômicas distorceram gravemente o sistema de preços relativos, impedindo que os recursos fossem alocados de acordo com as verdadeiras necessidades da economia (Hayek, 1990).

Esta análise da Escola Austriaca critica a ideia de que taxas de juros baixas são necessárias para sustentar o investimento. Os austriacos argumentam que, quando as taxas de juros são mantidas artificialmente baixas por intervenções do Estado, a função informacional do sistema de preços é distorcida e levam a uma alocação ineficiente de capital, o que eventualmente se manifesta em crises financeiras (Rallo, 2012).

Murray Rothbard, em sua análise da Grande Depressão americana, demonstrou como políticas intervencionistas podem transformar recessões naturais e necessárias em depressões prolongadas e severas. Tentativas governamentais de manter artificialmente o crescimento através do endividamento externo e de políticas expansionistas podem ter agravado significativamente as consequências dos choques externos dos anos 1970 (Rothbard, 2000). Para os austriacos, as recessões desempenham uma função purificadora essencial, eliminando os *malinvestments* acumulados durante os períodos de expansão artificial e realocando recursos para usos mais eficientes e sustentáveis.

Jesús Huerta de Soto, em sua obra “Moeda, crédito bancário e ciclos econômicos”, expandiu a análise austriaca para incluir uma crítica sistemática ao sistema bancário de reservas fracionárias. Segundo o autor, o próprio sistema bancário moderno, ao permitir que os bancos criem moeda através da concessão de empréstimos não respaldados integralmente por poupanças reais, constitui uma fonte permanente de instabilidade financeira, argumentando que apenas um sistema de

reservas integrais poderia eliminar as distorções creditícias que geram os ciclos econômicos (Huerta de Soto, 2012).

A perspectiva austríaca também oferece uma interpretação diferente do papel do Estado como "empresário". Segundo Mises (2010), o Estado é fundamentalmente incapaz de realizar um cálculo econômico racional, já que não opera com base em preços de mercado para os fatores de produção, gerando uma má alocação de recursos escassos. Isto estabelece as bases teóricas para uma avaliação crítica das interpretações de Minsky sobre a estabilização econômica, preparando o terreno para uma análise comparativa.

### **3      METODOLOGIA**

O método científico constitui-se como o conjunto de procedimentos intelectuais e técnicos sistematicamente organizados com o objetivo de alcançar o conhecimento. Segundo Gil (1999), trata-se de um caminho metodológico que orienta a investigação científica, possibilitando conclusões fundamentadas e passíveis de validação. Nessa perspectiva, a principal característica que distingue o conhecimento científico de outras formas de saber é a verificabilidade, a qual exige a explicitação dos procedimentos adotados na produção do conhecimento.

Para Gil (2008), essa natureza específica do conhecimento científico decorre da viabilidade de comprovação por meio de métodos sistemáticos e criteriosos. Isso implica a identificação das operações mentais e técnicas utilizadas durante a pesquisa, permitindo que os caminhos percorridos até os resultados possam ser rastreados e replicados, conferindo legitimidade ao trabalho.

No que tange ao método de abordagem, adotou-se o método dedutivo, que parte de premissas teóricas gerais para a análise de fenômenos específicos relacionados à instabilidade financeira no Brasil entre o “Milagre Econômico” e a crise da década de 1980. Conforme Cervo, Bervian e Silva (2007), a dedução consiste na construção de estruturas lógicas que relacionam premissas e conclusões, concedendo inferências particulares a partir de proposições universais.

Quanto à natureza da pesquisa, esta se classifica como exploratória e descritiva, congruente à tipologia proposta por Gil (2002). A natureza exploratória se justificou pela busca de maior familiaridade com o problema investigado, visando torná-lo mais explícito. De acordo com o autor, pesquisas exploratórias aspiram, sobretudo, ao aprimoramento de ideias ou à descoberta de intuições, adotando um planejamento metodológico flexível que permite a consideração de diferentes aspectos do fenômeno estudado.

Além disso, o estudo também assumiu um caráter descritivo, ao se dedicar à identificação e caracterização de padrões de instabilidade, instituições, práticas econômicas e variáveis macroeconômicas presentes no Brasil no período analisado. Nesse sentido, como destaca Vergara (2000), a pesquisa descritiva visa expor as características de determinado fenômeno, estabelecer correlações entre variáveis e

compreender suas dinâmicas. Na visão da autora, embora não se comprometa diretamente com a explicação causal dos fenômenos, fornece uma base empírica e conceitual relevante para interpretações mais aprofundadas.

No tocante aos procedimentos técnicos, o presente trabalho empregou os métodos histórico e comparativo, em articulação com a estratégia de estudo de caso. O método histórico é empregado para contextualizar os principais eventos econômicos e financeiros que antecederam e acompanharam a crise brasileira dos anos 1980. Segundo Lakatos e Marconi (2003), tal método permite compreender os fenômenos em sua dinâmica temporal, identificando continuidades, rupturas e transformações relevantes à compreensão das fragilidades financeiras.

O método comparativo, por sua vez, foi utilizado com o objetivo de evidenciar semelhanças e contrastes entre os períodos marcados de otimismo econômico e aqueles caracterizados por instabilidade e crise. De acordo com Gil (2008), o método comparativo permite a formulação de explicações a partir da identificação de padrões recorrentes e divergências significativas entre eventos e processos, oferecendo fundamentos para a interpretação dos fenômenos investigados.

Complementarmente, a monografia está estruturada com base na estratégia de estudo de caso, voltada com o propósito de descrever, de forma aprofundada, o contexto econômico brasileiro entre o final dos anos 1960 e o início da década de 1980. Conforme Yin (2001), o estudo de caso é especialmente apropriado quando se busca compreender um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto real, sobretudo quando os limites entre fenômeno e contexto não estão claramente definidos. Isto, que propiciou uma compreensão mais refinada das relações entre fenômeno e contexto, especialmente relevante para captar a transição entre crescimento e crise à luz da teoria minskyana.

Quanto à coleta de dados, foi adotada a técnica de documentação indireta, compreendendo a pesquisa bibliográfica e a pesquisa documental. A pesquisa bibliográfica foi conduzida com base em obras já publicadas, especialmente livros, artigos científicos, dissertações, teses e ensaios econômicos que abordam a teoria da instabilidade financeira de Hyman Minsky e a crítica da Escola Austríaca, bem como o contexto macroeconômico brasileiro nas décadas de 1960, 1970 e 1980. Essa etapa visou estabelecer o embasamento teórico do trabalho, oferecendo múltiplas concepções acerca do fenômeno da instabilidade, além de proporcionar uma leitura crítica dos paradigmas econômicos vigentes à época.

Para Lakatos e Marconi (2003), a principal vantagem da pesquisa bibliográfica reside na possibilidade de abranger um conjunto amplo de fenômenos do que seria viável por meio da observação direta, especialmente quando se trata de eventos passados ou de ampla escala. Nos estudos históricos, como este, muitas vezes não há outra alternativa senão o uso de fontes bibliográficas para reconstrução e esclarecimento dos fatos.

Com base em Gil (2002), a pesquisa documental foi utilizada como técnica complementar à bibliográfica, sendo particularmente pertinente ao caráter histórico deste trabalho. Diferentemente da pesquisa bibliográfica, que se fundamenta nas contribuições analíticas de diversos autores, a pesquisa documental se vale de fontes que ainda não receberam tratamento sistemático ou que podem ser reinterpretadas à luz dos objetivos do estudo.

No contexto deste estudo, que investiga a fragilidade financeira brasileira entre o “Milagre Econômico” e a “Década Perdida”, foram utilizadas fontes primárias, como relatórios de órgãos públicos (como World Bank e IPEA) e também publicações de artigos e livros. Tais fontes enriquecem a análise ao fornecerem evidências empíricas sobre as condições econômicas e institucionais do período.

No que se refere à análise dos dados, adotou-se uma abordagem qualitativa, tendo como principal técnica a análise de conteúdo. De acordo com Minayo (2008), a abordagem qualitativa exige que o pesquisador reconheça a complexidade do fenômeno investigado, revise criticamente os referenciais teóricos, defina com clareza os conceitos centrais e utilize métodos de coleta e análise de dados que permitam uma explicação contextualizada e aprofundada do período analisado.

Inspirada na proposta metodológica de Bardin (2016), a análise de conteúdo consiste em um conjunto de técnicas que visa à descrição objetiva e sistemática do conteúdo das mensagens, permitindo identificar indicadores que revelem significados e inferências pertinentes ao contexto de produção e recepção das informações. Aplicada às fontes bibliográficas e documentais, a análise de conteúdo investigou decodificar os sentidos atribuídos às decisões de política econômica e aos padrões de fragilidade observados entre o “Milagre Econômico” e a “Década Perdida”.

## **4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS**

Este capítulo estrutura-se de forma a primeiro aplicar sistematicamente a teoria de Minsky ao contexto brasileiro, identificando as transições entre os diferentes tipos de financiamento e os fatores que levaram à fragilização progressiva do sistema. Em seguida, estabelece-se uma transição teórica que conecta a aplicação empírica com a discussão do papel estabilizador do Estado, seguida da apresentação da crítica austríaca a esta interpretação, enfatizando o papel deletério da intervenção estatal e da manipulação monetária como causas fundamentais da instabilidade observada.

### **4.1 APLICAÇÃO DA TEORIA DE MINSKY AO CONTEXTO BRASILEIRO**

A aplicação da Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky ao caso brasileiro revela com notável precisão a dinâmica de fragilização progressiva que caracterizou a transição do "Milagre Econômico" à crise dos anos 1980. A economia brasileira, durante este período, experimentou uma evolução clara através dos três estágios de financiamento identificados por Minsky: *hedge*, especulativa e Ponzi, culminando no colapso característico da deflação de dívidas (Minsky, 1992). Os principais fatores estruturais e econômicos que contribuíram para esta transição podem ser sistematicamente analisados através das categorias minskianas, revelando como o crescimento inicial mascarou vulnerabilidades crescentes que se tornaram insustentáveis diante de choques externos.

#### **4.1.1 O “Milagre Econômico” (1968–1973): crescimento, financiamento externo e políticas de desenvolvimento**

O período inicial de 1968 a 1971 correspondeu a uma fase predominantemente de financiamento *hedge*, marcada por relativa solidez financeira e expansão econômica sustentada. Nesse contexto, o Brasil apresentava um dinamismo do PIB, impulsionado por altos níveis de investimento e por um ambiente externo favorável, o que consolidou a confiança dos agentes econômicos e sustentou o ciclo de crescimento sem comprometer a solvência do sistema (Kregel, 2008).

A robustez observada entre 1968 e 1971 resultava de um conjunto de fatores estruturais que conferiam estabilidade ao modelo de crescimento. O endividamento externo mantinha-se em níveis administráveis, mesmo com o aumento de US\$ 3,4 bilhões para US\$ 6,6 bilhões no período, permitindo que o país preservasse sua capacidade de pagamento. Paralelamente, as taxas de crescimento do PIB, superiores a 10% ao ano, garantiam fluxos de receita suficientes para cobrir os serviços da dívida, enquanto o acesso contínuo e estável ao capital estrangeiro reforçava a confiança dos credores e sustentava a expansão econômica (Gremaud *et al.*, 2024)..

Também, um processo de industrialização por substituição de importações que criava capacidade produtiva doméstica e reduzia a dependência de importações de bens manufaturados; e quarto, inflação relativamente estável em torno de 20%, indicando que as pressões de demanda ainda não haviam criado desequilíbrios sistêmicos significativos, e políticas industriais direcionadas fortaleceram a substituição de importações (Gremaud *et al.*, 2024).

Para ilustrar de forma mais objetiva a evolução desses indicadores macroeconômicos, a Tabela 2 apresenta dados selecionados sobre a dívida externa brasileira e a inflação anual no período de 1968 a 1983, permitindo visualizar a dinâmica econômica que sustentou a fase inicial do Milagre Econômico e as transformações subsequentes.

Tabela 2 – Indicadores selecionados do Brasil (1968–1983)

Ano	Dívida Externa (US\$ bi)	Inflação anual (%)
1968	4,09	25,5
1969	4,6	21,4
1970	5,98	19,8
1971	7,73	18,7
1972	11,86	16,8
1973	15,07	16,2
1974	22,46	33,8
1975	27,78	30,1
1976	33,8	48,2
1977	42,5	38,6
1978	55,03	40,5
1979	61,8	76,8
1980	71,98	110,2
1981	81,91	95,2
1982	94,43	99,7
1983	99,02	211

Fonte: Adaptado de World Bank (2024) e IPEA (2025).

Como pode-se observar na Tabela 2, durante a fase do Milagre Econômico a dívida externa brasileira ainda permanecia em níveis relativamente baixos e a inflação encontrava-se moderada, em torno de 20% ao ano. Esses dados confirmam o enquadramento deste período no estágio hedge descrito por Minsky, quando as receitas correntes eram suficientes para o serviço da dívida.

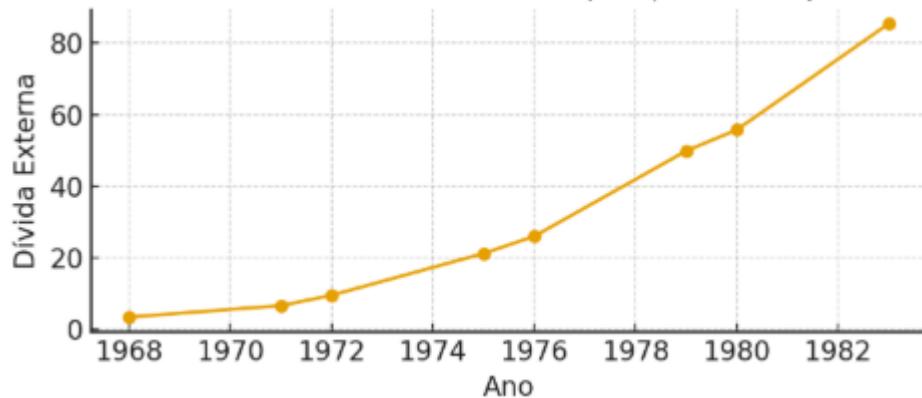
#### 4.1.2 Crise do petróleo e aumento da vulnerabilidade externa (1974–1979)

A transição para o financiamento especulativo iniciou-se aproximadamente em 1972, intensificando-se após o primeiro choque do petróleo em 1973, sendo determinada por fatores estruturais fundamentais que alteraram a natureza do financiamento da economia brasileira (Castro, 2012). Durante esta fase (1972-1975), as unidades econômicas brasileiras mantinham capacidade de servir os juros de suas obrigações, mas crescentemente dependiam de refinanciamento para o principal (Minsky, 1986).

O endividamento externo acelerou-se dramaticamente, saltando de US\$ 9,5 bilhões em 1972 para US\$ 21,2 bilhões em 1975, refletindo cinco fatores estruturais cruciais: primeiro, a estratégia governamental de manter o crescimento através de recursos externos abundantes no mercado de eurodólares; segundo, a crise energética que quadruplicou os preços do petróleo, criando um déficit estrutural na balança comercial; terceiro, a necessidade crescente de financiar o II PND através de recursos externos; quarto, a abundante liquidez internacional resultante da reciclagem dos petrodólares; e quinto, a carência de mecanismos de financiamento de longo prazo no mercado doméstico, forçando a dependência de capitais externos (Hermann, 2005).

Para evidenciar graficamente essa mudança de patamar, a Figura 1 apresenta a evolução da dívida externa brasileira no período, destacando o ritmo acelerado de crescimento a partir de 1972 e sua intensificação após a crise do petróleo.

Figura 1 – Dívida Externa Bruta de 1968 à 1983 (US\$ bilhões)



Fonte: Adaptado de World Bank (2024).

Na Figura 1, percebe-se a aceleração da dívida externa a partir de 1972, intensificando-se após 1973. Observa-se, por conseguinte, um crescimento acentuado e contínuo da dívida externa, que passa de menos de US\$ 5 bilhões em 1968 para mais de US\$ 80 bilhões em 1983, um aumento maior de 1500%. A trajetória ascendente evidencia a transição para o financiamento especulativo, em que a economia passou a depender da rolagem do principal da dívida e do acesso contínuo a capitais externos.

#### **4.1.3 A década de 1980: estagnação, inflação crônica e crise da dívida externa**

A fase mais crítica da fragilização financeira ocorreu entre 1976 e 1980, período caracterizado pelo predomínio do financiamento Ponzi e pelo aumento expressivo da vulnerabilidade externa. A economia brasileira passou a depender cada vez mais da valorização de ativos e da captação de novos empréstimos para cumprir suas obrigações financeiras, refletindo a perda de sustentabilidade do modelo anterior. A indexação generalizada, a rolagem contínua dos passivos externos, a fuga de reservas e o enfraquecimento da confiança dos credores internacionais agravaram o desequilíbrio estrutural, consolidando um quadro de crescente instabilidade e dependência financeira (Paula; Alves Jr., 2000).

Os principais fatores estruturais que caracterizam esta transição incluem: primeiro, a implementação do II PND, que exemplifica perfeitamente esta dinâmica, na medida em que projetos de larga escala foram financiados através de endividamento externo massivo, baseando-se na expectativa de que o crescimento futuro geraria recursos suficientes para o pagamento; segundo, a explosão da dívida externa de US\$ 26 bilhões em 1976 para US\$ 55,8 bilhões em 1980; terceiro, a deterioração das condições de financiamento internacional; quarto, o disparo inflacionário de 46,3% para 110,2% no período, corroendo as margens de segurança das empresas; e quinto, a crescente concentração de investimentos em setores de bens de capital com longos períodos de maturação, criando descasamento temporal entre investimentos e retornos (Lessa, 1998).

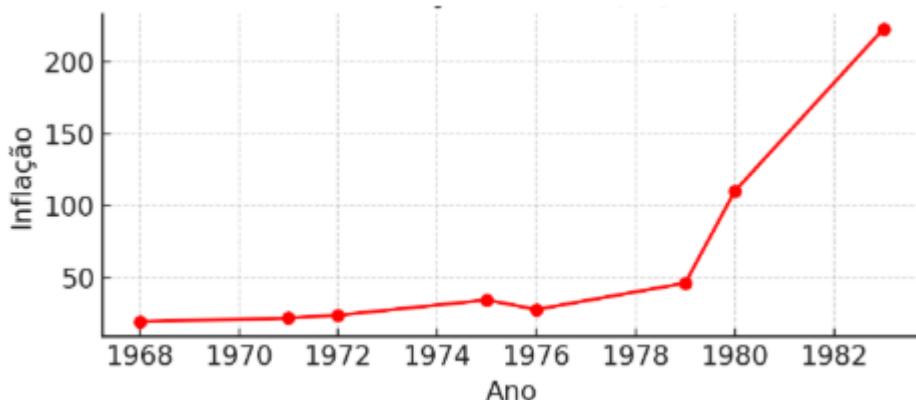
O colapso do sistema teve início em 1979, com o segundo choque do petróleo, e se aprofundou com o choque Volcker, quando a elevação drástica das taxas de juros nos Estados Unidos expôs as fragilidades acumuladas da economia brasileira. A combinação entre choques externos e desequilíbrios estruturais internos precipitou uma crise sistêmica marcada pela deterioração das contas externas, pela rápida expansão do endividamento público e pela escassez de crédito internacional. Esse cenário revelou os limites do modelo de crescimento baseado em endividamento e dependência externa, culminando em uma profunda instabilidade macroeconômica (Carneiro, 2002).

Os fatores econômicos estruturais que determinaram a magnitude da crise incluem: primeiro, a elevação unilateral das taxas de juros internacionais pelo Federal Reserve americano para mais de 20%, transformando o serviço da dívida externa

brasileira em um fardo insustentável; segundo, a estrutura da dívida externa brasileira, predominantemente contratada a taxas flutuantes, que amplificou o impacto do choque de juros; terceiro, a necessidade de gerar súbitos superávits comerciais através de desvalorização cambial, criando pressões inflacionárias adicionais; quarto, a contração do PIB brasileiro em 4,3% em 1981, a primeira recessão severa desde o início do “Milagre Econômico”; e quinto, o crescimento continuado da dívida externa para US\$ 85,5 bilhões em 1983, impulsionada pelos juros compostos e pela capitalização de juros em atraso.

Para complementar a análise, a Figura 2 apresenta a trajetória da inflação anual entre 1968 e 1983, evidenciando a aceleração dos preços que acompanhou o agravamento da crise da dívida e a transição para o estágio Ponzi descrito por Minsky.

Figura 2 – Inflação anual entre 1968 e 1983 (%)



Fonte: Adaptado de IPEA (2025).

A Figura 2 evidencia a aceleração inflacionária que caracterizou a transição para o estágio Ponzi da economia brasileira. Observa-se que, após um período de relativa estabilidade durante os anos 1970, a inflação assume trajetória explosiva no início da década de 1980, ultrapassando a marca dos três dígitos. Esse avanço descontrolado dos preços reduziu drasticamente as margens de rentabilidade das empresas, desorganizou as expectativas de investimento e ampliou a vulnerabilidade do sistema financeiro, cuja sustentabilidade passou a depender cada vez mais da rolagem contínua de dívidas em um ambiente de deterioração macroeconômica.

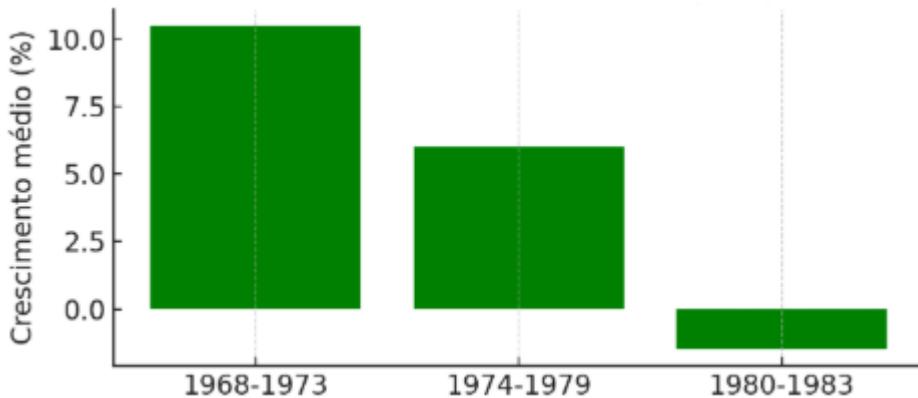
#### 4.1.4 Implicações para a instabilidade financeira no país

A dinâmica observada ilustra com clareza o paradoxo da tranquilidade proposto por Minsky, ao mostrar como a própria estabilidade aparente do sistema gerou as bases de sua fragilização. Fatores estruturais específicos contribuíram para um processo endógeno de deterioração financeira, no qual o prolongamento do crescimento e da confiança levou ao aumento da alavancagem, ao afrouxamento dos critérios de crédito e à formação de expectativas excessivamente otimistas. Assim, o período de estabilidade acabou por semear as condições que culminariam em instabilidade e crise (Minsky, 1992).

Os anos de crescimento sustentado e aparente estabilidade (1968-1975) criaram cinco fatores estruturais de vulnerabilidade: primeiro, a confiança excessiva no modelo de crescimento baseado em poupança externa, que induziu comportamentos progressivamente mais arriscados; segundo, a subestimação sistemática dos riscos associados ao endividamento em moeda estrangeira e a taxas flutuantes; terceiro, a concentração de investimentos em projetos de infraestrutura com longos períodos de maturação; quarto, a criação de uma estrutura produtiva dependente de insumos importados, particularmente energia (petróleo); e quinto, o desenvolvimento de expectativas de crescimento permanente que não consideravam adequadamente os riscos de reversão dos fluxos de capital externo (Belluzzo; Almeida, 2002).

Para evidenciar o impacto desses fatores sobre a atividade econômica, a Figura 3 apresenta o crescimento médio do PIB brasileiro por período, permitindo visualizar a inflexão que marca a passagem de um ciclo de expansão para um cenário de estagnação e retração.

Figura 3 – Crescimento médio do PIB (%) por período



Fonte: Adaptado de World Bank (2024).

A Figura 3 evidencia a acentuada desaceleração do crescimento médio do PIB brasileiro, que despenca de patamares superiores a 10% entre 1968 e 1973 para níveis próximos de estagnação — e até negativos — no início da década de 1980. Essa contração reflete a materialização do colapso minskiano, momento em que a economia, já excessivamente alavancada, perde a capacidade de gerar fluxos de caixa suficientes para honrar suas obrigações financeiras. Em outras palavras, a dinâmica de endividamento que antes impulsionava o crescimento transforma-se em um fator de instabilidade sistêmica, conduzindo à reversão do ciclo e à crise de liquidez que encerra o período de expansão.

#### 4.2 DO DIAGNÓSTICO EMPÍRICO Á INTERPRETAÇÃO INSTITUCIONAL

A análise empírica da aplicação da teoria minskiana ao contexto brasileiro revela que a compreensão adequada dos processos de fragilização financeira requer não apenas a identificação dos padrões de transição entre diferentes tipos de financiamento, mas também o exame dos mecanismos institucionais que podem atenuar ou amplificar essas dinâmicas endógenas de instabilidade (Wray, 2016). A progressão observada no caso brasileiro - de uma estrutura hedge relativamente robusta para posições crescentemente especulativas e, posteriormente, Ponzi - sugere que a teoria de Minsky fornece um arcabouço analítico poderoso para compreender como economias em desenvolvimento podem desenvolver vulnerabilidades sistêmicas, mesmo durante períodos de crescimento acelerado.

No entanto, a mera identificação desses padrões empíricos suscita questões teóricas fundamentais sobre o papel das instituições, particularmente do Estado e do sistema bancário, na dinâmica dos ciclos de fragilidade financeira (Vasconcelos, 2014). A experiência brasileira demonstra que a ausência de mecanismos estabilizadores adequados pode acelerar a transição para posições financeiras mais frágeis, enquanto intervenções governamentais mal coordenadas podem inadvertidamente contribuir para a amplificação das vulnerabilidades sistêmicas.

Esta constatação empírica conecta-se diretamente com o aspecto normativo da teoria minskiana, que propõe um papel ativo para o Estado na estabilização do sistema econômico através dos conceitos de "*Big Government*" e "*Big Bank*" (Minsky, 1986). A análise do caso brasileiro torna-se, portanto, um laboratório natural para examinar tanto as consequências da ausência desses estabilizadores durante a fase de fragilização, quanto as limitações enfrentadas pelas autoridades brasileiras para implementar políticas efetivas de estabilização durante a crise dos anos 1980.

A transição do diagnóstico empírico para a análise normativa permite explorar como as proposições teóricas de Minsky sobre o papel estabilizador do Estado podem ser avaliadas à luz da experiência concreta de uma economia emergente (Paula, 2013). Esta abordagem metodológica revela tanto as potencialidades quanto as limitações da teoria minskiana quando aplicada a contextos caracterizados por restrições institucionais, dependência externa e capacidade limitada de implementação de políticas anticíclicas.

Ademais, esta transição teórica prepara o terreno para a subsequente análise crítica a partir da perspectiva austríaca, que oferece uma interpretação alternativa dos mesmos fenômenos observados, enfatizando o papel das distorções criadas pela intervenção estatal como causa fundamental da instabilidade financeira (Hayek, 2008). A justaposição dessas perspectivas teóricas antagônicas sobre a experiência brasileira oferece uma oportunidade única para avaliar as respectivas capacidades explicativas e normativas de cada abordagem.

#### 4.3 O PAPEL DO GOVERNO NA CRISE DA DÉCADA PERDIDA SEGUNDO MINSKY

A teoria de Minsky atribui papel fundamental ao Estado na estabilização do sistema econômico capitalista, conceitualizando-o através dos conceitos de “*Big Government*” e “*Big Bank*”. No contexto da crise brasileira dos anos 1980, a análise minskyana revela tanto as limitações quanto as contradições das políticas governamentais implementadas, demonstrando como a ausência de um Estado suficientemente grande e adequadamente estruturado contribuiu para o agravamento da instabilidade financeira (Vasconcelos, 2014).

Segundo Minsky, o “*Big Government*” deve funcionar como estabilizador automático dos lucros capitalistas para garantir uma capacidade anticíclica efetiva (Minsky, 2016). No caso brasileiro, embora o Estado tenha expandido significativamente sua participação na economia durante os anos 1970, através de empresas estatais e grandes projetos de investimento, esta expansão não foi estruturada de forma a exercer função estabilizadora adequada (Silva; Bezerra, 2019).

Pelo contrário, o crescimento do setor público brasileiro ocorreu de forma pró-cíclica, amplificando os booms durante o período do milagre e agravando a contração durante a crise posterior. A estratégia do II PND, embora ambiciosa em seus objetivos de modernização da estrutura produtiva, baseou-se fundamentalmente em endividamento externo, criando vulnerabilidades adicionais ao invés de fortalecer os mecanismos de estabilização domésticos (Dathein, 2004).

A função estabilizadora do governo, na perspectiva minskyana, requer que os déficits fiscais funcionem como mecanismo de sustentação dos lucros empresariais durante períodos de crise, impedindo a deflação de dívidas e o colapso generalizado do investimento privado, ao mesmo tempo em que ampliam a demanda agregada, preservam empregos, mantêm a liquidez dos mercados e reduzem o risco de uma depressão prolongada (Minsky, 2008).

O governo brasileiro dos anos 1980, no entanto, encontrava-se impossibilitado de exercer esta função devido ao colapso de suas próprias finanças, resultado da estatização da dívida externa e da crise fiscal decorrente da inflação descontrolada (Paula, 2003). A incapacidade de manter gastos anticíclicos forçou o governo a implementar políticas pró-cíclicas de ajuste fiscal, exacerbando a recessão e prolongando o período de instabilidade.

Esta situação demonstra como economias dependentes de financiamento externo enfrentam restrições específicas para implementar políticas keynesianas tradicionais, uma vez que a necessidade de gerar superávits comerciais para servir a dívida externa conflita diretamente com a manutenção de gastos domésticos expansionistas, limitando severamente a autonomia macroeconômica, aumentando a vulnerabilidade a choques internacionais e restringindo a eficácia de medidas contracíclicas em contextos de instabilidade.

O conceito de “*Big Bank*” na teoria minskyana refere-se ao banco central atuando como emprestador de última instância, fornecendo liquidez ao sistema financeiro durante períodos de stress e impedindo o colapso bancário generalizado (Wray, 2016). No caso brasileiro, o Banco Central teve atuação ambígua durante a crise dos anos 1980: por um lado, evitou o colapso do sistema bancário nacional através de operações de socorro a instituições em dificuldades; por outro, não conseguiu restaurar a confiança sistêmica devido às pressões inflacionárias e às limitações impostas pelos acordos com credores internacionais (Freitas, 2009).

Logo, a subordinação da política monetária doméstica às exigências do ajuste externo impediu que o Banco Central exercesse plenamente sua função de estabilizador sistêmico, restringindo a autonomia decisória da autoridade monetária, comprometendo a eficácia de instrumentos tradicionais de regulação da liquidez, dificultando o enfrentamento das pressões inflacionárias internas e ampliando a fragilidade estrutural da economia diante de choques internacionais adversos.

Minsky (2008) argumenta que a efetividade das políticas de estabilização depende não apenas do tamanho do governo, mas também de sua estrutura de gastos e receitas (Minsky, 1986). Um sistema tributário progressivo e gastos governamentais contracíclicos são essenciais para o funcionamento dos estabilizadores automáticos. O Brasil, no entanto, desenvolveu durante os anos 1970 uma estrutura fiscal inadequada para esta função: alta dependência de receitas inflacionárias, sistema tributário regressivo e gastos públicos concentrados em investimentos de longo prazo pouco flexíveis (Lopreato, 2002).

Esta estrutura mostrou-se inadequada para responder aos choques da década de 1980, contribuindo para a persistência da crise fiscal e da instabilidade macroeconômica. A teoria minskiana sugere que a reforma da estrutura fiscal deveria preceder ou acompanhar políticas de estabilização, condição que não foi atendida no

caso brasileiro, onde as tentativas de estabilização foram implementadas sobre uma base fiscal estruturalmente inadequada para sustentar políticas anticíclicas efetivas.

#### 4.4 CRÍTICA AUSTRÍACA À INTERPRETAÇÃO MINSKYANA

A Escola Austríaca de Economia, representada pelas contribuições fundamentais de Ludwig von Mises e Friedrich Hayek, oferece uma interpretação radicalmente distinta dos eventos que caracterizaram a economia brasileira entre 1968 e 1983. Enquanto Minsky atribui a instabilidade financeira a características endógenas do sistema capitalista e propõe maior intervenção estatal como solução, os austriacos identificam na intervenção estatal sistemática e na manipulação monetária as causas fundamentais da instabilidade observada (Mises, 2009).

Esta perspectiva teórica questiona fundamentalmente as premissas minskianas sobre o papel estabilizador do Estado, argumentando que as próprias políticas de intervenção criam as distorções que eventualmente precipitam as crises financeiras, ao alterar sinais de mercado, mascarar riscos, incentivar comportamentos especulativos e comprometer a coordenação intertemporal do investimento dentro do sistema econômico.

Segundo a Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos (ABCT), desenvolvida por Mises e Hayek, as crises financeiras resultam primariamente da expansão creditícia artificial promovida pelos bancos centrais, que distorce a estrutura de taxas de juros e induz *malinvestment* generalizado na economia, criando um processo cumulativo de desalinhamento entre poupança real e investimentos, inevitavelmente insustentável no longo prazo (Hayek, 2008).

No caso brasileiro, esta perspectiva interpreta o "Milagre Econômico" não como uma manifestação de robustez inicial do sistema hedge, como sugere Minsky, mas como uma fase insustentável de *boom* artificial criada pela política econômica expansionista do governo militar e pela abundante liquidez internacional, que canalizou recursos para projetos de baixa eficiência, mascarando desequilíbrios estruturais crescentes e preparando o terreno para a crise subsequente (Rothbard, 2000).

Os austriacos argumentam que o crescimento acelerado dos anos 1968-1973 foi sustentado artificialmente por distorções nos preços relativos, particularmente nas

taxas de juros, que sinalizaram incorretamente aos empresários sobre a disponibilidade real de poupança na economia. Esta interpretação contrasta diretamente com a visão minskiana de que o período inicial representou uma estrutura de financiamento fundamentalmente sólida que se deteriorou endogenamente.

A crítica austriaca enfatiza que a expansão creditícia que financiou o crescimento brasileiro na década de 1970 criou uma estrutura produtiva desalinhada com as preferências temporais reais dos consumidores e poupadore (Garrison, 2001). O financiamento através de poupança externa, facilitado pelas políticas governamentais de atração de capital estrangeiro, representou uma forma de poupança forçada que permitiu investimentos em setores de bens de capital sem uma correspondente redução voluntária do consumo presente (Mises, 2009).

Esta discrepância criou as bases para a subsequente crise, na medida em que a estrutura produtiva expandida não podia ser sustentada quando o fluxo de capital externo se interrompeu. Diferentemente de Minsky, que vê a transição para financiamento especulativo e Ponzi como resultado da dinâmica endógena de mercados financeiros, os austriacos interpretam essa evolução como consequência inevitável das distorções iniciais criadas pela intervenção governamental.

Hayek (1990) enfatizava que a política de repressão financeira adotada pelo governo brasileiro — marcada pelo controle das taxas de juros, pelo direcionamento do crédito e pela forte regulamentação do sistema financeiro — teve como consequência a distorção dos sinais de mercado, dificultando a formação adequada dos preços e a percepção dos custos reais do capital. Essa intervenção excessiva, ao restringir o funcionamento espontâneo das forças de oferta e demanda, comprometeu a eficiência alocaativa do sistema financeiro e reduziu a capacidade dos agentes econômicos de tomar decisões baseadas em informações genuinamente de mercado.

A manutenção artificial de taxas de juros reais negativas durante grande parte do “Milagre Econômico” gerou efeitos profundos sobre a dinâmica do investimento e a estabilidade macroeconômica. Ao baratear o custo do crédito, o governo estimulou a expansão de projetos de baixa produtividade e reduziu o incentivo à poupança interna, tornando o país cada vez mais dependente de capitais externos. Essa política, ao enfraquecer a disciplina financeira e mascarar os riscos reais do endividamento, comprometeu a eficiência alocaativa do capital e contribuiu para a formação de desequilíbrios estruturais que se agravariam nos anos seguintes (Rallo, 2012).

Esta análise contrasta com a interpretação minskiana de que baixas taxas de juros são necessárias para sustentar o investimento agregado. Para os austríacos, taxas de juros artificialmente baixas destroem a função informacional do sistema de preços, impedindo que os recursos sejam alocados de acordo com as preferências reais dos poupadões e as necessidades genuínas da economia.

A perspectiva austríaca também critica fundamentalmente o papel do Estado como empresário, exemplificado pelo II PND e pela criação de empresas estatais de grande porte (Mises, 2010). Para os austríacos, a incapacidade do Estado de realizar cálculo econômico racional, devido à ausência de preços de mercado para bens de capital, inevitavelmente leva a decisões de investimento subótimas que se revelam insustentáveis no longo prazo.

Os grandes projetos de infraestrutura financiados através de endividamento externo representam, nesta visão, exemplos paradigmáticos de *malinvestment* induzido pela intervenção estatal (Huerta de Soto, 2012). Enquanto Minsky veria esses investimentos como potencialmente estabilizadores se adequadamente financiados através de gastos governamentais domésticos, os austríacos argumentam que mesmo com financiamento adequado, a ausência de preços de mercado torna impossível determinar se esses investimentos representam uso eficiente dos recursos escassos da sociedade.

Contrariamente à interpretação minskiana de que o colapso de 1981–1983 representou uma crise endógena do capitalismo que requeria maior intervenção estatal para sua resolução, os austríacos argumentam que a crise resultou do ajuste necessário de uma estrutura produtiva artificialmente expandida pela intervenção governamental e sustentada por abundante crédito externo de baixo custo (Rothbard, 2000).

O choque Volcker, nesta perspectiva, não foi a causa da crise, mas o gatilho que revelou desequilíbrios preexistentes criados por anos de políticas monetárias e fiscais expansionistas, cujos efeitos se acumularam em projetos improdutivos, endividamento crescente e um padrão insustentável de crescimento econômico dependente de liquidez internacional. A recessão de 1981-1983 representaria, portanto, um processo de liquidação de *malinvestments* necessário para realocar recursos para usos economicamente viáveis.

Os austríacos também questionam a eficácia das políticas de estabilização propostas por Minsky, argumentando que os sucessivos planos econômicos da

década de 1980 representaram tentativas infrutíferas de contornar os ajustes de mercado necessários através de maior intervenção estatal (Bagus; Rallo, 2013). Para esta escola, apenas a eliminação das distorções criadas pela intervenção governamental - através da desregulamentação, privatização e estabilização monetária baseada em regras - poderia restaurar o crescimento sustentável.

#### 4.5 CONTRIBUIÇÕES TEÓRICAS: MINSKY E AUSTRÍACOS

A análise comparativa entre a Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky e a Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos revela tanto convergências significativas, quanto divergências fundamentais na interpretação dos fenômenos observados na economia brasileira entre 1968 e 1983. Esta síntese teórica oferece uma compreensão mais nuançada das dinâmicas de instabilidade financeira, permitindo identificar elementos complementares e antagônicos entre as duas abordagens, e demonstrando como diferentes paradigmas teóricos podem iluminar aspectos distintos dos mesmos fenômenos históricos.

Conforme sistematizado no Quadro 1, as abordagens de Minsky e da Escola Austríaca apresentam convergências na descrição dos ciclos, mas prescrições diametralmente opostas quanto ao papel do Estado e da política monetária.

Quadro 1 – Comparação entre Minsky e Austríacos: convergências, divergências e complementaridades

Aspecto	Hipótese da Instabilidade Financeira (Minsky)	Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos (Mises/Hayek)	Convergências e Complementaridades
Origem da Crise	Instabilidade endógena ao capitalismo: períodos de estabilidade geram confiança excessiva, maior alavancagem e fragilidade crescente.	A instabilidade é exógena, causada por intervenção estatal e expansão monetária artificial, que distorcem os sinais de mercado.	Ambas reconhecem que períodos de estabilidade antecedem crises, mas divergem quanto à causa: Minsky vê como processo natural do sistema; Austríacos atribuem ao Estado e ao crédito barato.
Papel das Taxas de Juros	Juros mais baixos podem sustentar o investimento, mas exigem regulação para evitar bolhas financeiras.	Juros artificialmente baixos criam <i>malinvestments</i> , sinalizando falsamente poupança disponível e provocando ciclos de expansão e contração.	Ambas identificam que juros mal administrados afetam o ciclo, embora proponham respostas opostas (mais regulação x menos intervenção).
Função do Estado	Defende um Big Government e um Big Bank: Estado e Banco Central devem atuar como estabilizadores automáticos, expandindo gastos e provendo liquidez em crises.	Defende mínima intervenção estatal: o Estado é a principal fonte de distorções; política monetária deve ser restrita ou baseada em regras rígidas (ex.: padrão-ouro).	Ambos reconhecem que políticas públicas influenciam o ciclo econômico, mas prescrevem direções antagônicas.
Interpretação do “Milagre Econômico” (1968–1973)	Fase hedge inicial: crescimento sólido, mas com vulnerabilidades latentes que levaram à fragilização posterior.	Boom artificial, sustentado por crédito externo barato e expansão monetária; crescimento mascarou desequilíbrios estruturais.	Ambas veem desequilíbrios crescentes, mas discordam se a fragilização é natural (Minsky) ou criada por políticas expansionistas (Austríacos).
Papel do Sistema Bancário	Bancos inovam e relaxam critérios de crédito em busca de lucros, criando fragilidade; defende a regulação rígida.	Crítica às reservas fracionárias e criação endógena de moeda; defende regras que limitem a expansão de crédito.	Concordam que o sistema bancário contribui para a instabilidade, mas com soluções opostas (regulação vs. restrição radical).
Choques Externos (ex.: petróleo, Volcker)	Atuam como gatilhos que revelam fragilidades internas já existentes.	Reajuste inevitável que expõe <i>malinvestments</i> criados por políticas anteriores.	Ambos veem choques como catalisadores de crises, embora interpretem de forma distinta (endógenos vs. correção de distorções).
Prescrição de Política Econômica	Maior intervenção: regulação financeira, política fiscal anticíclica, papel ativo do Estado para evitar deflação de dívidas.	Redução do Estado: livre mercado e propriedade privada, contra qualquer tipo de intervenção estatal na economia.	Pode haver complementaridade ao combinar controle fiscal (Austríacos) com regulação prudencial (Minsky).

Fonte: Adaptado Minsky (1986, 1992, 2008), Wray (2016), Mises (2009), Hayek (1990, 2008), Rothbard (2000) e Huerta de Soto (2012).

A apresentação do Quadro 1 cumpre o papel de sintetizar, em formato comparativo, os principais pontos de convergência, divergência e possível complementaridade entre a Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky e a Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos. Ao organizar os elementos centrais de cada abordagem – desde a origem das crises até as prescrições de política econômica – o quadro fornece uma visão panorâmica que orienta a leitura das análises que se seguem.

Nas subseções seguintes, essa comparação foi aprofundada em três eixos principais: convergências, que evidenciam os pontos de encontro conceitual entre as duas tradições; divergências, que revelam diferenças fundamentais de diagnóstico e de política; e complementaridades, que exploram a possibilidade de uma leitura integrada capaz de oferecer interpretações mais abrangentes da experiência brasileira entre 1968 e 1983.

#### **4.5.1 Convergências**

Convergências identificadas foram que ambas as teorias reconhecem a existência de padrões cíclicos na economia capitalista, caracterizados por fases de expansão seguidas por contrações severas (Cachanosky; Salter, 2013). Esta convergência é particularmente evidente na descrição dos eventos brasileiros, onde tanto minskianos quanto austríacos identificam uma sequência clara de *boom* (1968-1973), fragilização (1974-1980) e colapso (1981-1983).

As duas abordagens, também, reconhecem que períodos de aparente estabilidade podem, paradoxalmente, criar as condições para crises subsequentes, embora divirjam fundamentalmente sobre os mecanismos causais subjacentes. Minsky identifica essa dinâmica através do "paradoxo da tranquilidade", enquanto os austríacos explicam o mesmo fenômeno através da acumulação de *malinvestments* durante períodos de expansão creditícia artificial.

Uma convergência particularmente relevante encontra-se na crítica aos excessos do sistema bancário contemporâneo, embora as prescrições normativas sejam diametralmente opostas (Huerta de Soto, 2012). Minsky enfatiza como a inovação financeira e a busca por lucros crescentes levam os bancos a assumir riscos progressivamente maiores, criando fragilidade sistêmica. Os austríacos, por sua vez,

criticam o sistema de reservas fracionárias e a criação endógena de moeda pelos bancos comerciais como fontes de instabilidade.

No caso brasileiro, ambas as perspectivas reconheceriam que a expansão do crédito bancário durante os anos 1970 contribuiu significativamente para os desequilíbrios subsequentes, mas divergem radicalmente sobre as soluções: Minsky propõe maior regulamentação e supervisão bancária, enquanto os austríacos defendem o retorno ao padrão-ouro e reservas bancárias de 100%.

#### **4.5.2 Divergências**

A diferença fundamental entre as duas abordagens reside na origem atribuída às crises (Van Den Hauwe, 2016). Enquanto Minsky considera a instabilidade financeira como uma característica endógena e inevitável do capitalismo, decorrente da própria dinâmica especulativa dos mercados financeiros e da busca por lucros em ambiente de incerteza, os austríacos atribuem as crises primariamente à intervenção estatal que distorce os mecanismos naturais de mercado através da manipulação das taxas de juros e da expansão monetária.

Esta divergência tem implicações profundas para a interpretação do caso brasileiro: onde Minsky vê uma progressão natural de estabilidade para instabilidade, os austríacos identificam uma sequência de políticas intervencionistas que criaram distorções insustentáveis, ressaltando a importância dos incentivos de mercado, da coordenação intertemporal e do papel crítico das taxas de juros na formação dos ciclos econômicos.

Outra divergência crucial refere-se ao papel do Estado na economia e suas capacidades estabilizadoras. A teoria minskyana advoga por um "*Big Government*" capaz de atuar como estabilizador através de políticas anticíclicas e como emprestador de última instância durante crises financeiras (Wray, 2016). Para Minsky, o Estado deve intervir ativamente para mitigar as tendências desestabilizadoras inerentes ao capitalismo, sustentando lucros e demanda agregada através de gastos deficitários.

Em contrapartida, a Escola Austríaca propõe a minimização radical do papel estatal, argumentando que apenas mercados livres podem gerar a informação necessária para alocação eficiente de recursos (Mises, 2009). Para os austríacos, a

própria tentativa de estabilização através de políticas discricionárias cria distorções adicionais que exacerbam a instabilidade de longo prazo.

A questão da política monetária representa outro ponto de divergência significativa com implicações diretas para a interpretação da experiência brasileira. Minsky aceita e até mesmo defende o papel ativo dos bancos centrais na gestão da estabilidade macroeconômica, embora critique a ênfase excessiva em políticas monetárias em detrimento de políticas fiscais (Minsky, 1986).

Os austríacos, por outro lado, consideram a própria existência de bancos centrais como fonte fundamental de instabilidade, preferindo sistemas monetários baseados em padrões metálicos ou regras rígidas que limitem a discricionariedade das autoridades monetárias (Hayek, 1990). No contexto brasileiro, essa divergência se manifesta na avaliação das políticas do Banco Central: enquanto minskianos criticariam a insuficiência da intervenção estabilizadora, austríacos identificariam excessos intervencionistas como causa fundamental dos desequilíbrios.

#### **4.5.3 Complementariedades**

A análise revela que ambas as teorias apresentam limitações quando aplicadas isoladamente ao caso brasileiro, sugerindo potencial para sínteses teóricas mais refinadas. Essas combinações poderiam gerar uma estrutura analítica mais robusta, capaz de explicar a complexidade do ciclo financeiro e as falhas de política econômica no contexto de uma nação em desenvolvimento.

A teoria minskyana, embora capture adequadamente as dinâmicas de fragilização financeira e a progressão através de diferentes tipos de financiamento, oferece explicações menos convincentes para as origens específicas das políticas que levaram à instabilidade inicial e subestima o papel das distorções de preços relativos, algo que a visão austríaca sobre a manipulação monetária aborda com maior precisão.

A teoria austríaca, por sua vez, embora identifique corretamente o papel das distorções governamentais e enfatize a importância dos mecanismos de preços, pode subestimar fatores exógenos como os choques do petróleo e mudanças na liquidez internacional, além de oferecer prescrições políticas que podem ser inadequadas para economias em desenvolvimento com mercados financeiros incipientes.

#### 4.6 SÍNTESE DO ESTUDO

A análise comparativa da experiência brasileira entre 1968 e 1983 através das lentes teóricas de Minsky e da Escola Austríaca oferece importantes *insights* sobre os mecanismos de instabilidade financeira em economias emergentes e suas implicações para o desenho de políticas econômicas contemporâneas, particularmente ao revelar as fragilidades estruturais ocultas por um crescimento impulsionado por dívidas.

A trajetória brasileira confirma elementos de ambas as teorias, sugerindo que uma compreensão adequada da instabilidade financeira requer a integração cuidadosa de perspectivas aparentemente antagônicas, reconhecendo tanto as dinâmicas endógenas identificadas por Minsky quanto o papel das distorções institucionais enfatizado pelos austríacos, como a expansão do crédito e a intervenção estatal que alimentaram o ciclo de euforia e colapso.

A validação empírica da sequência minskyana é notável no caso brasileiro, demonstrando a relevância das categorias analíticas propostas pela Hipótese da Instabilidade Financeira para economias em desenvolvimento. A evolução clara através das fases *hedge*, especulativo e Ponzi oferece um *framework* analítico robusto para compreender como economias emergentes podem desenvolver vulnerabilidades sistêmicas mesmo durante períodos de crescimento acelerado (Kregel, 2008).

Esta constatação tem implicações importantes para o monitoramento contemporâneo de economias emergentes, sugerindo a necessidade de desenvolver indicadores que capturem não apenas o crescimento quantitativo, mas também a qualidade e sustentabilidade das estruturas de financiamento. A experiência brasileira demonstra que métricas tradicionais de desempenho econômico podem mascarar fragilidades crescentes que eventualmente comprometem a sustentabilidade do próprio processo de desenvolvimento.

Simultaneamente, a crítica austríaca à intervenção estatal encontra respaldo na própria trajetória econômica brasileira, especialmente durante o regime militar. As políticas de repressão financeira e de direcionamento de crédito, ao restringirem a atuação dos mecanismos de mercado, produziram distorções significativas na alocação de recursos e reduziram a eficiência do sistema financeiro. Nesse contexto, o caso brasileiro ilustra como a manipulação estatal das taxas de juros e do crédito

pode gerar incentivos perversos, corroendo a capacidade do mercado de coordenar investimentos de forma sustentável (Gremaud *et al.*, 2024).

As distorções criadas por controles de preços, subsídios creditícios e investimentos estatais em larga escala contribuíram significativamente para a insustentabilidade do modelo de crescimento adotado. O fracasso dos sucessivos planos econômicos da década de 1980 em resolver os desequilíbrios fundamentais da economia brasileira corrobora a visão austriaca de que intervenções adicionais frequentemente exacerbam os problemas criados por intervenções anteriores (Bacha, 2003).

A síntese entre as duas abordagens aponta para a formulação de políticas econômicas que conciliem estabilidade e eficiência de mercado, especialmente em economias emergentes. Essa perspectiva reconhece a importância de instrumentos estabilizadores capazes de mitigar ciclos de instabilidade, sem, contudo, comprometer os sinais de preço e a alocação eficiente de recursos. Ao equilibrar intervenção e liberdade econômica, busca-se promover um crescimento sustentável, resiliente e menos suscetível a crises recorrentes.

Em primeiro lugar, torna-se fundamental o desenvolvimento de sistemas de monitoramento avançados capazes de detectar, de forma precoce, a transição de posições financeiras sólidas para configurações especulativas ou Ponzi. Esses sistemas devem combinar indicadores quantitativos - como níveis de endividamento, prazos de rolagem e exposição cambial - com avaliações qualitativas sobre a sustentabilidade das estruturas de financiamento e o comportamento dos agentes econômicos. Dessa forma, é possível antecipar desequilíbrios e adotar medidas preventivas antes que a fragilidade se torne sistêmica.

Em segundo lugar, as políticas de desenvolvimento econômico devem buscar um equilíbrio delicado entre a promoção do crescimento e a preservação da solidez financeira. É essencial evitar tanto a expansão baseada em endividamento excessivo, que gera vulnerabilidades estruturais, quanto a adoção de posturas excessivamente conservadoras, que restringem o investimento e o avanço da infraestrutura produtiva. Um crescimento sustentável requer, portanto, a combinação de dinamismo econômico com prudência financeira, de modo a assegurar estabilidade de longo prazo.

Em terceiro lugar, a coordenação entre as políticas monetária e fiscal constitui um pilar essencial para a estabilidade macroeconômica, sobretudo em economias sujeitas a choques externos e volatilidade financeira. No entanto, essa coordenação

deve preservar a coerência com os sinais de mercado, evitando intervenções que gerem distorções significativas nos preços relativos e comprometam a eficiência alocaativa. Apenas com esse equilíbrio é possível construir uma base sólida e previsível para o desenvolvimento econômico de longo prazo (Belluzzo; Almeida, 2002).

Em quarto lugar, o fortalecimento institucional constitui um requisito fundamental para a eficácia e a durabilidade de qualquer estratégia de desenvolvimento. É indispensável dispor de instituições sólidas, capazes de formular e executar políticas anticíclicas de forma coerente, ao mesmo tempo em que asseguram o cumprimento de regras fiscais e monetárias responsáveis. Esse arcabouço institucional robusto é o que garante previsibilidade, confiança e sustentabilidade de longo prazo para a economia brasileira.

Em quinto lugar, as economias emergentes precisam adotar estratégias que reduzam sua vulnerabilidade a choques externos, sem abrir mão dos benefícios da integração internacional. Para isso, é essencial fortalecer e diversificar os mercados financeiros domésticos, ampliando suas fontes de financiamento e reduzindo a dependência de capitais voláteis. O desenvolvimento de instrumentos e instituições financeiras mais profundos e sofisticados aumenta a resiliência do sistema, permitindo uma melhor absorção das flutuações globais e maior estabilidade macroeconômica no longo prazo.

## **5 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

O presente trabalho teve como objetivo geral compreender como o crescimento econômico brasileiro, durante o “Milagre Econômico”, ocultou vulnerabilidades estruturais que culminaram na crise da década de 1980, utilizando tanto a Hipótese da Instabilidade Financeira de Hyman Minsky quanto a crítica da Escola Austríaca como lentes teóricas complementares. Este objetivo foi alcançado ao demonstrar que o período de forte expansão econômica foi sustentado por um modelo de financiamento baseado em endividamento crescente, que, embora tenha impulsionado o crescimento de curto prazo, gerou fragilidades financeiras e fiscais que se tornaram insustentáveis diante dos choques externos do final da década de 1970.

Quanto aos objetivos específicos, todos foram atendidos de forma integrada ao longo da pesquisa. O primeiro, de investigar o contexto histórico e macroeconômico do Brasil entre o “Milagre Econômico” e a década de 1980, foi cumprido mediante uma análise detalhada da trajetória econômica do país, evidenciando a transição de um crescimento acelerado e concentrado em grandes projetos estatais para uma crise estrutural marcada por inflação, endividamento e estagnação.

O segundo objetivo, de analisar os mecanismos endógenos de fragilização financeira à luz de Minsky, foi atingido ao aplicar o arcabouço minskyano às dinâmicas observadas no período, identificando a evolução das unidades financeiras brasileiras pelas fases hedge, especulativa e Ponzi, até o colapso sistêmico da década de 1980. Essa análise mostrou que o “paradoxo da tranquilidade” esteve presente no caso brasileiro: a estabilidade aparente do milagre econômico criou incentivos para alavancagem excessiva e para o relaxamento das políticas prudenciais.

O terceiro objetivo, de aplicar a crítica austríaca sobre o papel do Estado e as distorções econômicas, foi igualmente alcançado ao evidenciar que as intervenções estatais e o protagonismo das empresas públicas, embora tenham sustentado o crescimento, geraram uma alocação ineficiente de recursos e ampliaram a dependência de capitais externos, conforme destacado por autores como Hayek e Mises.

Por fim, o quarto objetivo, de sintetizar as duas abordagens teóricas, também foi atingido ao demonstrar que a combinação das perspectivas minskyana e austriaca permite compreender de modo mais abrangente a instabilidade financeira brasileira - articulando, de um lado, os mecanismos endógenos de fragilização financeira e, de outro, as distorções provocadas por intervenções excessivas e má coordenação das políticas públicas.

Dessa forma, o problema de pesquisa - identificar as principais fragilidades econômicas e estruturais que marcaram a trajetória do Brasil entre o “Milagre Econômico” e a crise da década de 1980 - foi solucionado ao se constatar que o modelo de desenvolvimento adotado baseou-se em crescimento via endividamento externo e intervenção estatal pró-cíclica, o que acentuou vulnerabilidades financeiras e fiscais que se manifestaram na década seguinte.

Como limitações do estudo, destaca-se a natureza predominantemente qualitativa da análise e a restrição ao período histórico investigado (1968–1983), o que impede a generalização completa dos resultados a outros contextos ou períodos. Além disso, a ausência de modelagens quantitativas mais detalhadas limitou a mensuração exata da fragilidade financeira brasileira em termos comparativos com outras economias emergentes.

Para trabalhos futuros, recomenda-se a ampliação do recorte temporal, incorporando o impacto das políticas de estabilização dos anos 1990 e 2000 sobre a estrutura de fragilidade financeira do país. Sugere-se também a aplicação de métodos econométricos ou de simulações baseadas em agentes para mensurar a evolução da fragilidade financeira ao longo das décadas, bem como o aprofundamento da análise institucional sobre o papel do Estado e das reformas fiscais na prevenção de novas crises.

Em suma, esta pesquisa contribuiu ao evidenciar que o crescimento sustentado por endividamento e pela expansão estatal, sem fundamentos financeiros sólidos, tende a gerar vulnerabilidades que comprometem a estabilidade de longo prazo. Compreender essas dinâmicas, à luz das teorias de Minsky e da Escola Austríaca, foi crucial para delinear estratégias de desenvolvimento que conciliem estabilidade macroeconômica, prudência financeira e crescimento sustentável.

## REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Ana Sofia de Sousa. **A evolução das regras de avaliação da adequação dos membros dos órgãos de administração e dos titulares de funções essenciais das instituições de crédito.** Dissertação (Mestrado em Direito e Prática Jurídica – Especialidade em Concorrência e Regulação) — Faculdade de Direito, Universidade de Lisboa, Lisboa, 2020. Disponível em: <https://repositorio.ulisboa.pt/handle/10451/49459>. Acesso em: 3 jun. 2025.

ARESTIS, Philip; GLICKMAN, Murray. **Financial crisis in South East Asia: dispelling illusion the Minskyan way.** Working Papers Series, Department of Economics, University of East London, n. 22, dez. 1999.

BACHA, Edmar. **O Plano Real: uma avaliação.** In: MERCADANTE, Aloizio (Org.). Brasil pós-Real: a política econômica em debate. Campinas: IECON/UNICAMP, 2003. p. 11-69.

BAHRY, Thaiza Regina; GABRIEL, Luciano Ferreira. **A hipótese da instabilidade financeira e suas implicações para a ocorrência de ciclos econômicos.** Revista de Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, v. 14, n. 1, p. 27–60, jan./abr. 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1415-98482010000100003>. Acesso em: 31 maio 2025.

BAGUS, Philipp; RALLO, Juan Ramón. **In Defense of Deflation.** Nova York: Springer, 2013.

BARDIN, Laurence. **Análise de Conteúdo.** São Paulo: Edições 70, 2016.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello; ALMEIDA, Julio Gomes de. **Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real.** Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

CACHANOSKY, Nicolas; SALTER, Alexander. **The view from Vienna: An analysis of the renewed interest in the Mises-Hayek theory of the business cycle.** The Review of Austrian Economics, v. 26, n. 2, p. 169-192, 2013.

CARÍSSIMO, Cláudio Roberto. **Hipótese da fragilidade financeira de Hyman Minsky: um estudo aplicado ao setor público subnacional.** Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Lavras, Lavras, MG, 2021. Disponível em: <http://repositorio.ufla.br/jspui/handle/1/48552>. Acesso em: 1 jun. 2025.

CARNEIRO, Dionisio Dias; MODIANO, Eduardo. **Ajuste externo e desequilíbrio interno: 1980-1984.** In: ABREU, Marcelo de Paiva (Org.). A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. p. 323–347.

CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX.** São Paulo: Editora UNESP/IECON, 2002.

CARNEIRO, Ricardo de Medeiros. **Crise, estagnação e hiperinflação: a economia brasileira nos anos 80.** Tese (Doutorado em Economia) — Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, SP, 1991. Disponível em: <https://doi.org/10.47749/T/UNICAMP.1991.35921>. Acesso em: 3 jun. 2025.

CARVALHO, Fernando José Cardim de. **Keynes e os Pós-keyneasianos: Princípios de Macroeconomia Para uma Economia Monetária de Produção.** São Paulo: Alta Cult, 2020.

CARVALHO, Fernando José Cardim de. **Stabilizing an unstable economy – Resenha bibliográfica.** Pesquisa e Planejamento Econômico, Rio de Janeiro, v. 17, n. 1, p. 257–264, 1987.

CASTRO, Gustavo Pita Gomes de. **Planos Econômicos e Inflação no Brasil.** 63 f. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) – Departamento de Economia, PUC-Rio, Rio de Janeiro, 2012.

CERVO, Amado Luiz; BERVIAN, Pedro Alcino; SILVA, Roberto da. **Metodologia científica.** 6. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DATHEIN, Ricardo. **O Brasil na "Era do Ajustamento".** Porto Alegre: PPGE/UFRGS, 2004. (Texto para Discussão, n. 17).

DYMSKI, Gary; POLLIN, Robert. **Hyman Minsky as a hedgehog: the power of the Wall Street paradigm.** In: FAZZARI, Steven M.; PAPADIMITRIOU, Dimitri B. (Org.). Financial conditions and macroeconomic performance: essays in honor of Hyman P. Minsky. 1. ed. London: M.E. Sharpe, 1992. p. 27–61.

FREITAS, Maria Cristina Penido de. **Sistema bancário brasileiro no período recente (1990-2003).** In: BIASOTO JUNIOR, Geraldo; OLIVEIRA, Giuliano Contento de (Org.). Alternativas para o sistema financeiro nacional. Brasília: IPEA, 2009. p. 107-138.

GARRISON, Roger W. Time and Money: **The Macroeconomics of Capital Structure.** London: Routledge, 2001.

GIAMBIAGI, Fábio. **Economia brasileira contemporânea.** São Paulo: Gen-Atlas, 2016.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social.** 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GREMAUD, Amaury Patrick; VASCONCELLOS, Marco Antônio Sandoval de; TONETO Junior, Rudinei; SAKURAI, Sérgio Naruhiko. **Economia brasileira contemporânea**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2024.

HAYEK, Friedrich A. **The Fatal Conceit: The Errors of Socialism**. Chicago: University of Chicago Press, 1990.

HAYEK, Friedrich A. **Prices and Production and Other Works: F. A. Hayek on Money, the Business Cycle, and the Gold Standard**. Auburn: Ludwig von Mises Institute, 2008.

HERMANN, Jennifer. **Reformas, endividamento externo e o "milagre" econômico (1964-1973)**. In: GIAMBIAGI, Fábio et al. (Org.). Economia brasileira contemporânea. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 49-72.

HUERTA DE SOTO, Jesús. **Moeda, Crédito Bancário e Ciclos Econômicos**. Trad. Márcia Xavier de Brito. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2012.

IPEA. **Dívida externa bruta (PAN\_DEXT)**. 2024. Disponível em: <https://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=38367>. Acesso em: 1 jul. 2025.

IPEA. **Ipeadata – Séries Históricas**. Brasília: IPEA, 2025. Disponível em: <https://www.ipeadata.gov.br/>. Acesso em: 18 set. 2025.

KREGEL, Jan. **Yes, “It” did happen again: a Minsky crisis happened in Asia**. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College, 1998. Disponível em: <https://www.levyinstitute.org/pubs/wp234.pdf>. Acesso em: 2 jun. 2025.

KREGEL, Jan. **Minsky's cushions of safety: systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market**. Public Policy Brief, Annandale-on-Hudson, n. 93, 2008.

LACERDA, Antônio Corrêa de; BOCCCHI, João Ildebrando; REGO, José Márcio; BORGES, Maria Angélica; MARQUES, Rosa Maria. **Economia brasileira**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Fundamentos de metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

LESSA, Carlos. **A estratégia de desenvolvimento 1974-1976: sonho e fracasso**. 2. ed. Campinas: IECON/UNICAMP, 1998.

LOPREATO, Francisco Luiz. **O colapso das finanças estaduais e a crise da federação.** São Paulo: Editora UNESP/IECON, 2002.

MARINGONI, Gilberto. **A maior e mais ousada iniciativa do nacional-desenvolvimentismo.** Desafios do Desenvolvimento, Brasília: IPEA, ano 13, n. 88, 23 nov. 2016. Disponível em: [https://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com\\_content&view=article&id=3297&catid=2](https://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&view=article&id=3297&catid=2). Acesso em: 2 jun. 2025.

MINAYO, Maria Cecília de Souza. **O desafio do conhecimento.** 11. ed. São Paulo: Hucitec, 2008.

MINSKY, Hyman Philip. **Financiamento e lucros: a mudança de natureza dos ciclos de negócios da economia americana.** Cadernos da Ange – Textos Didático, n.2, Rio de Janeiro, 1982.

MINSKY, Hyman Philip. **Stabilizing an Unstable Economy.** New Haven: Yale Univerty Press, 1986.

MINSKY, Hyman Philip. **Financing activities in the 1990's: the impact of financial structure and initial conditions upon system performance.** Knoxville, EUA, jun. 1990.

MINSKY, Hyman Philip. **The financial instability hypothesis.** Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College, 1992. Disponível em: <https://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>. Acesso em: 2 jun. 2025.

MINSKY, Hyman Philip. **Integração financeira e política monetária.** Economia e Sociedade, Campinas, n. 3, dez. 1994.

MINSKY, Hyman P. **Estabilizando Uma Economia Instável.** São Paulo: Novo Século, 2010.

MISES, Ludwig von. **Ação Humana: Um Tratado de Economia.** Trad. Donald Stewart Jr. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2009.

MISES, Ludwig von. **Intervencionismo: Uma Análise Econômica.** Trad. Donald Stewart Jr. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2010.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemburg. **Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky.** Revista de Economia Política, São Paulo, v. 8, n. 1, p. 100–123, jan./mar. 1988. DOI: <https://doi.org/10.1590/0101-31571988-0100>.

OLIVEIRA, Bruno Rodas Borges Gomes de. **Três ensaios sobre economia brasileira no período 1967-1988: inter-relação entre aspectos de economia política e política econômica e o surgimento e consolidação do pensamento da**

**Unicamp.** 2020. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2020. Disponível em: <https://www.ie.ufrj.br/images/IE/PPGE/teses/2020/Tese%20Bruno%20Rodas%20Oliveira.pdf>. Acesso em: 2 jun. 2025.

PAULA, Luiz Fernando de; ALVES JÚNIOR, Antonio José. **External financial fragility and the 1998-1999 Brazilian currency crisis.** Journal of Post Keynesian Economics, v. 22, n. 4, p. 589-617, 2000.

PAULA, Luiz Fernando de. **Sistema financeiro, bancos e financiamento da economia: uma abordagem pós-keynesiana.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.

PAULA, Luiz Fernando de. **Teoria da firma bancária.** In: LIMA, Gilberto Tadeu; SICSU, João; PAULA, Luiz Fernando de (Org.). Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea. Rio de Janeiro: Campus, 2013.

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de; ALVES JÚNIOR, Antonio José. **Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo minskiano.** Análise Econômica, Porto Alegre, v. 21, n. 39, p. 137-160, 2003. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/AnaliseEconomica/article/view/10726/6337>. Acesso em: 2 jun. 2025.

RALLO, Juan Ramón. **Una investigación sobre la naturaleza y las causas de la crisis financiera que comenzó en 2007.** Madrid: Unión Editorial, 2012.

ROSTOLDO, Jadir Peçanha. **Brasil, 1979-1989: uma década perdida?** Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal do Espírito Santo, Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Economia, Vitória, 2003. Disponível em: <http://repositorio.ufes.br/handle/10/6006>. Acesso em: 3 jun. 2025.

ROTHBARD, Murray N. **A Grande Depressão Americana.** Trad. Pedro Anizio. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2000.

SALES, Matheus Fernandes Lage. **A hipótese da instabilidade financeira de Hyman Minsky e a crise econômica brasileira de 2015-2016.** Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Econômicas) – Universidade Federal de Juiz de Fora, Campus Governador Valadares, Governador Valadares, 2021. Disponível em: <https://repositorio.ufjf.br/jspui/bitstream/ufjf/13469/1/matheusfernandeslagesales.pdf>. Acesso em: 31 maio 2025.

SILVA, Ariana Cericatto da; BEZERRA, Francisco Diétima da Silva. **O papel do Estado e as políticas econômicas para Keynes: uma análise para o período 2010-2015.** Publication UEPG: Applied Social Sciences, Ponta Grossa, v. 27, n. 3, p. 300-310, set./dez. 2019.

SILVA, Thiago Fonseca Morello Ramalho da. **Uma análise sistêmica para o papel dos bancos e das firmas no desenvolvimento do ciclo minskyano.** In: XIII Encontro Nacional de Economia Política, 2008, João Pessoa. Anais do XIII Encontro Nacional de Economia Política, 2008.

SOUZA, Alexandre Campos Gomes de. **Fragilidade financeira e Basiléia.** In: SEMANA DA CONTABILIDADE DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, 10., 2004, Brasília. Anais da 10ª Semana da Contabilidade do Banco Central do Brasil, 2004. Disponível em: <https://www4.bcb.gov.br/pre/inscricaoContaB/trabalhos/Fragilidade%20Financeira%20e%20Acordo%20da%20Basil%C3%A9ia.pdf>. Acesso em: 3 jun. 2025.

TALEB, Nassim Nicholas. **Antifrágil: coisas que se beneficiam com o caos.** São Paulo: Best Business, 2014.

TEIXEIRA, Diego Nunes; TIRYAKI, Gisele Ferreira; DRUMMOND, Carlos Eduardo Iwai. **Fragilidade financeira e volatilidade dos ciclos econômicos no Brasil pós-Plano Real.** Estudos Econômicos, São Paulo, v. 50, n. 1, p. 125–158, jan./mar. 2020. Disponível em: <https://revistas.usp.br/ee/article/view/141390/159969>. Acesso em: 1 jun. 2025.

TERRA, Fábio Henrique Bittes; FERRARI FILHO, Fernando. **A hipótese de fragilidade financeira aplicada ao setor público: uma análise para a economia brasileira no período 2000-2009.** Economia, Brasília, v. 12, n. 3, p. 497-516, 2011. Disponível em: [https://anpec.org.br/revista/vol12/vol12n3p497\\_516.pdf](https://anpec.org.br/revista/vol12/vol12n3p497_516.pdf). Acesso em: 2 jun. 2025.

VAN DEN HAUWE, L. **Understanding Financial Instability: Minsky versus the Austrians.** Journal des Économistes et des Études Humaines, v. 22, n. 1, p. 25-60, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1515/jeeh-2016-0008>. Acesso em: 15 dez. 2025.

VARGAS, Juliano; FELIPE, Ednilson Silva. **Década de 1980: as crises da economia e do Estado brasileiro, suas ambiguidades institucionais e os movimentos de desconfiguração do mundo do trabalho no país.** Revista de Economia, Curitiba, v. 41, n. 3, p. 127–148, set./dez. 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.5380/re.v41i3.47611>. Acesso em: 3 jun. 2025.

VASCONCELOS, Daniel Silva. **Minsky on "Big Government".** Revista de Economia Política, São Paulo, v. 34, n. 1, p. 133-150, jan./mar. 2014.

VELOSO, Fernando; FERREIRA, Pedro Cavalcanti; GIAMBIAGI, Fabio; PESSÔA, Samuel. **Desenvolvimento econômico: uma perspectiva brasileira.** São Paulo: GEN Atlas, 2012.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração.** 3. ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2000.

WOLFSON, Martin. H. **Minsky's theory of financial crises in a global context.** Journal of Economic Issues, Lewisburg: Bucknell University, v. XXXVI, n. 2, jun. 2002.

WORLD BANK. **World Development Indicators.** Washington, D.C.: World Bank, 2024. Disponível em: <https://data.worldbank.org/>. Acesso em: 18 set. 2025.

WRAY, Randall. **Why Minsky Matters: An Introduction to the Work of a Maverick Economist.** Princeton: Princeton University Press, 2016.

YIN, Robert Kuo-zuir. **Estudo de caso: planejamento e métodos.** 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.