

## A Hipótese da Fragilidade e Instabilidade Financeiras de Minsky e o Exercício da Política Monetária em Economias Abertas<sup>1</sup>

Leila Harfuch<sup>2</sup>

O presente artigo buscou resgatar as questões levantadas por Minsky e pela abordagem Minskyana (principalmente para uma economia aberta) e verificar a eficácia e consequências da política monetária sob essa análise. Para entender o comportamento da economia é necessário integrar as relações financeiras às explicações de emprego, renda e preços. Minsky argumenta que é durante um período de progresso econômico que se criam condições (endógenas) para fragilidade e instabilidade financeiras. As variáveis-chave dessa análise são o nível de lucro e o investimento (principalmente ativos de capital), e a necessidade de financiá-lo. Uma economia de *boom*, com alta taxa de investimento e alavancada, tende a se tornar financeiramente frágil. A moeda é criada dentro do sistema, ou seja, é considerada como endógena. A raiz da fragilidade ocorre na ligação entre o setor real da economia com o monetário-financeiro. O desempenho de uma economia está relacionado ao sucesso corrente dos devedores em executarem completamente seus compromissos.

Para Minsky há três posturas financeiras para firmas, famílias e governo, que são *hedge*, especulativa e Ponzi. Elas se diferenciam pela relação entre pagamentos de compromettimentos contratuais e de dívidas e seus fluxos de renda. A primeira fonte de renda para famílias é salário, para firmas é lucro bruto, para governo é impostos e para as instituições financeiras é fluxo de caixa dos contratos adquiridos. Adicionalmente, cada unidade pode adquirir renda vendendo ativos ou a partir de empréstimos.

Uma unidade é considerada *hedge* se os fluxos de renda esperados superam os custos de financiamento e todos os outros custos, em todos os pontos no tempo. É especulativa se os fluxos de renda esperados são suficientes para cobrir juros, mas não o principal da dívida. Unidades Ponzi são unidades especulativas com uma característica especial de que, para algumas, os compromettimentos para pagamento de juros não são cobertos pela porção de renda esperada que excede as receitas sobre custos de trabalho e insumos.

Em uma economia aberta e liberalizada, as instituições buscariam financiamento externo a taxa de juros menores. Inicialmente, a taxa de câmbio se valoriza devido à entrada de capital externo. Isso incentiva outras instituições a se financiarem no exterior e inicia o processo de retroalimentação no qual sucesso atrai sucesso na expectativa de que os ativos de capital financiados gerem lucros. Posteriormente, no entanto, a conta capital do balanço de pagamentos será afetada negativamente, quando as instituições começarem a honrar os compromissos dessa dívida (em moeda externa), o que pressiona também a taxa de câmbio dessa economia e piora as condições de pagamento da dívida e o crescimento econômico. Isso pode gerar instabilidade e crise financeira.

A análise Minskyana deixa quatro lições para economias abertas. Primeira: uma economia não deve depender somente de financiamento externo e de influxos de capitais para alavancar o crescimento econômico. Segunda: regime de taxa de câmbio fixa deve ser analisado com cuidado. Terceira: inovações financeiras são inerentes ao capitalismo, mas devem ter um olhar especial principalmente das autoridades governamentais. Quarta: devem-

---

<sup>1</sup> O presente artigo contou com a colaboração, comentários e sugestões do Prof. Dr. Gilberto Tadeu Lima, professor do Departamento de Economia da Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

<sup>2</sup> Doutoranda em Economia Aplicada na Escola Superior de Agricultura “Luiz de Queiroz” da Universidade de São Paulo. (lharfuch@esalq.usp.br).

se analisar os efeitos da política monetária sob a hipótese da instabilidade financeira levantada por Minsky.

Sob regime de câmbio fixo as condições de financiamento são, inicialmente, facilitadas. Como a moeda externa não tem risco de flutuação, o crédito externo é bem vindo. No entanto, o problema está quando o país não consegue ter reservas internacionais o suficiente para que as firmas cumpram as obrigações financeiras no exterior. Isso pode ocorrer quando a maior parte do financiamento é feita com capital de curto prazo e/ou quando as transações correntes apresentam *déficits* recorrentes. Essa economia provavelmente terá uma crise cambial, somada à uma crise financeira (*default* da dívida externa). A saída aqui seria recorrer ao Fundo Monetário Internacional (FMI) como “credor de última instância”. Mesmo assim essa economia continuaria altamente endividada.

Sob regime de câmbio flexível, a própria vulnerabilidade da taxa de câmbio faz com que a fragilidade financeira aumente, pois uma desvalorização cambial, por exemplo, faz aumentar os comprometimentos de fluxo de renda que devem ser enviados ao exterior. No entanto, como o câmbio flutua gradualmente, é mais fácil dos agentes perceberem tais riscos e reduzirem suas exposições à moeda externa. Se a crise aqui ocorrer ela deve ser menos dolorosa à economia do que uma mega desvalorização cambial que pode ocorrer no caso do regime de câmbio fixo.

A partir da abordagem Minskyana pode-se dizer que uma política monetária contracionista aumenta a taxa de juros e induz a inovações no sistema financeiro, ambos aumentam a velocidade da moeda (tanto no conceito mais amplo de moeda quanto no mais estreito). Desse modo, uma política monetária restritiva em resposta à expansão econômica (período de *boom*) além de não ser efetiva ainda piora as condições que levam à fragilidade financeira. Isso porque, devido às inovações financeiras, os financiamentos tendem a aumentar e, com taxa de juros mais elevada, as obrigações financeiras comprometem ainda mais os fluxos de renda e o valor presente dos ativos de capital financiados se reduz. Isso aumenta a fragilidade financeira.

Se um agregado monetário for fixado como instrumento de política, o que reduz o crescimento de reservas, as instituições buscarão inovações para driblar tal restrição, similarmente à análise anterior. Assim, como a oferta de moeda é endógena, a fragilidade também tende a aumentar sob essa política, forçando o banco central a prover reservas de liquidez e abandonar tal política.

Com isso, pode-se concluir que a abertura da economia e liberalização financeira, ao mesmo tempo em que facilita o financiamento e a captação de recursos para alavancar o investimento e o crescimento econômico, aumenta a exposição dessa economia à fragilidade e instabilidade financeiras. No entanto, muitos países (principalmente as economias em desenvolvimento) necessitam de financiamento externo. A política monetária perde eficácia num cenário de instabilidade financeira e, além disso, pode agravá-la.

No entanto, muitos países necessitam combater a volatilidade dos preços, o que pode ser feito via política monetária através da taxa de juros. Uma solução plausível para essa economia seria aumentar a fiscalização sobre os balanços dos bancos e controlar a expansão do crédito para evitar exposições à falta de liquidez. Outra forma de atenuar ou até evitar a crise financeira seria controlar influxos de capital externo. Isso poderia evitar uma crise gêmea (bancária e cambial).