

Minsky e o Ciclo Econômico: uma análise para economias periféricas

Adriana Moreira Amado¹

Resumo

O artigo analisa a teoria de Minsky sobre fragilidade financeira e ciclo econômico com especial ênfase nos ciclos gerados em nível internacional e os reflexos destes sobre as economias periféricas. Para tanto, retoma as discussões de Keynes sobre a não neutralidade da moeda, mostrando que a moeda que é não neutra em termos de economias fechadas também o é em termos internacionais. Desta maneira, a compreensão da dinâmica financeira internacional e a forma como as economias periféricas nela se inserem é fundamental para compreender a dinâmica real de ambos os sistemas.

Introdução

Várias análises das crises cambiais recentes em algumas economias periféricas têm utilizado o referencial de Minsky para explicar a tendência à fragilização financeira dessas economias (Arestis e Glickman (2002), de Paula e Alvez Jr. (2000), Lopez (1997)). Contudo, esses trabalhos têm se pautado pela análise de crises específicas. Cremos que seria interessante, para apontar parte da tendência à fragilização e para compreender melhor o movimento cíclico das economias periféricas fazer uma análise que observe todo o movimento (expansão e crise recorrência dos mesmos) do ciclo e mostrar como nos países periféricos e, especificamente na América Latina, esse padrão é repetitivo e está sujeito, sobretudo, ao comportamento dos bancos e do sistema financeiro internacional.

Este tipo de análise é fundamental por ressaltar a vulnerabilidade interna a que estão sujeitas essas economias, uma vez que a proposta de origem financeira do ciclo também se observa no que diz respeito ao comportamento dos bancos e sistema financeiro doméstico e, mais, essas economias estão extremamente sujeitas à vulnerabilidade importada dos

¹ Professora do Departamento de Economia da Universidade de Brasília. A autora agradece os comentários sobre as idéias que originaram este artigo de Maria de Lourdes Rollemberg Mollo e o apoio financeiro do CNPq.

provedores de liquidez internacional, que têm um papel fundamental a desempenhar nas mesmas (ainda que esse papel seja controverso). Desta maneira, observaremos que estas duas fontes, interna e externa, de instabilidade podem se somar no sentido de reforçar a dinâmica cíclica da economia, com tendências a crises acentuadas. O caráter vulnerável dessas economias decorre em parte da crise ter início no sistema financeiro internacional o qual possui recursos mais limitados de atuação de entidades de caráter exógeno, como a Autoridade Monetária, e que não têm uma entidade que possa desempenhar plena e adequadamente o papel de emprestador de última instância, como ocorre com países que tem na determinação do seu ciclo econômico a predominância de instituições domésticas.

O artigo compõe-se de quatro seções principais: Na primeira estabelecemos o marco teórico proposto por Keynes para analisar a dinâmica econômica em economias monetárias de produção e os elementos que geram a preferência pela liquidez e que serão resgatados por Minsky para estabelecer a hipótese da fragilidade financeira e os elementos que geram os ciclos nessas economias. Numa segunda seção iremos detalhar a análise de Minsky do ciclo; em uma terceira seção iremos observar os principais elementos associados ao desenvolvimento do sistema financeiro internacional e mostrar como este se associa ao marco teórico proposto por Minsky e, finalmente, observaremos em uma quarta seção como as economias periféricas apresentam um ciclo reflexo em relação às economias centrais e procuraremos observar os resultados deste comportamento para a dinâmica dessas economias. Na última seção estabeleceremos algumas conclusões decorrentes do artigo.

1. Não Neutralidade da Moeda e Ciclo Econômico

A relevância que a teoria econômica atribui à moeda vem mudando ao longo da história, mas de forma geral pode-se dizer que ela tem sido tratada mais como um elemento sem importância e uma mera “conveniência” do que como um elemento que realmente pode afetar tanto o curto quanto o longo prazo da economia. A ortodoxia² sempre tratou a moeda como um mero meio de troca, contudo, o que realmente importa no processo de troca é a relação de uma mercadoria com a outra, a moeda sendo apenas um véu ou um óleo que se

² Estamos considerando ortodoxas todas as escolas que assumem a Lei de Say e que, portanto, observam a neutralidade de longo prazo da moeda.

interpõem nesse processo e o agiliza. A importância da moeda para essa vertente do pensamento econômico reduz-se aos seus efeitos de curto prazo que são resultantes das fricções que caracterizam esse período.

Contudo, o tratamento dispensado à moeda não pode estar dissociado do tratamento dado à economia real. Essa concepção simplista de moeda está necessariamente relacionada a um tratamento igualmente simplista da economia real, especialmente no que tange ao tratamento de economias monetárias em contraposição às economias de troca direta.

O tratamento keynesiano da moeda, ou ao menos o tratamento dado por Keynes a essa questão em seus últimos trabalhos, assume a moeda como um elemento com papéis fundamentais a desempenhar e esses papéis estão inerentemente ligados à concepção de economias monetárias, as quais são aquelas em que

money plays a part of its own and affects motives and decisions and is, in short, one of the operative factors in the situation, so that the course of events cannot be predicted, either in the long period or in the short, without a knowledge of the behaviour of money between the first state and the last. (Keynes, 1973, p. 408-9).

Desta forma, a moeda é concebida como sendo não neutra tanto no longo quanto no curto prazos. A concepção de economia que a ortodoxia tem em mente quando tratando da questão monetária é o que Keynes denomina de economia de escambo ou de troca direta. Isso pode ser observado em:

The distinction which is normally made between a barter economy and a monetary economy depends upon the employment of money as a convenient means of affecting exchanges- as an instrument of great convenience, but transitory and neutral in its effect". (Keynes, 1973, p. 408) e mais "An economy, which uses money but uses it merely as a neutral link between transactions in real things and real assets and does not allow it to enter motives or decisions, might be called - for want of a better name- a real-exchange economy. (Keynes, 1973, p. 408).

A concepção de moeda, economias monetárias e do papel que a moeda desempenha nessas economias está inerentemente ligada à análise do movimento histórico da moeda. Assim, a vertente ortodoxa tem uma abordagem monetária correta para economias que estão no estágio 1 do desenvolvimento bancário, mas perde completamente o sentido

quando está se tratando de economias que estão ao menos no estágio 2³. Destarte, embora, Keynes afirme na Teoria Geral que nesse livro “*money enters into the economic scheme in an essential and peculiar manner, technical monetary detail falls into the background*” (Keynes, 1936, p. xxii). esses “detalhes monetários” são fundamentais para a ampla compreensão dos diferentes papéis da moeda em diferentes estágios do desenvolvimento bancário. No *Tratado sobre a Moeda*, Keynes está especialmente preocupado com os papéis e formas que o sistema financeiro pode interferir na criação de moeda e consequentemente nos papéis que a moeda pode ter (Keynes, 1971a, Vol. II), embora, na *Teoria Geral* esses elementos sejam deixados a parte.

Há basicamente três elementos fundamentais para a compreensão da teoria monetária de Keynes e dos Pós Keynesianos. São eles: a concepção de tempo, a concepção de incerteza e a concepção de moeda. Esses três elementos, quando conjugados, geram as condições que permitem a não neutralidade de longo prazo da moeda, que é uma das conclusões essenciais da teoria de Keynes.

Keynes no prefácio da *Teoria Geral* afirma: “*A monetary economy we shall find, is essentially one in which changing views about the future are capable of influencing the quantity of employment and not merely its direction*” (Keynes, 1936, p. xxii). Essa citação permite-nos pensar sobre o papel específico do tempo e ,consequentemente, das expectativas, que ele permite em uma economia monetária. Neste ponto, novamente, não há consenso entre as escolas do pensamento econômico em relação à noção de tempo e ao seu papel na economia.

A noção de tempo relevante para Keynes é a de tempo histórico⁴, que tem como

³ Veja a caracterização de Chick, 1986. De acordo com essa periodização as economias

estariam no estágio um quando os mesmos desempenhassem a função de caixa forte e, portanto, não tivessem nenhum poder de criar crédito independentemente dos depósitos.

Nos estágios posteriores eles vão se livrando gradualmente dessa restrição, até o momento que não há mais restrição quantitativa exógena nenhuma à criação de crédito.

⁴ Para uma discussão detalhada das diversas concepções de tempo e do impacto da adoção de cada uma delas para a concepção do sistema econômico como um todo ver (Dow ,1985,

uma de suas principais características suas irreversibilidade e que, por ser irreversível, é fundamental para romper com a idéia de risco e forçar a adoção da idéia de incerteza como relevante para o processo decisório em economias monetárias de produção.

Em Keynes e nos Pós-Keynesianos há uma diferença fundamental entre o conceito de incerteza e o de risco, isso pode ser observado em:

'risk' means in some cases quantity susceptible to measurement, while at other times it is something distinctly not of this character, and there are far-reaching and crucial differences in the bearings of the phenomenon depending on which of the two really present and operating.... It will appear that a measurable uncertainty, or "risk" proper, as we shall use the term, is so far different from an unmeasurable one that it is not in effect an uncertainty at all. We shall accordingly restrict the term "uncertainty" to cases of the non-quantitative type (Knight, 1933, p. 19-20).

Exatamente a incerteza não quantificável é o ponto fundamental para a análise de Keynes: *"To understand Keynes it is necessary to understand his sophisticated view about uncertainty, and the importance of uncertainty in his vision of the economic process. Keynes without uncertainty is something like Hamlet without the Prince"*(Minsky, 1975, p. 57). Desta forma, é necessário compreender os elementos que fazem da incerteza uma das características fundamentais das economias monetárias de produção.

Desta maneira, fica claro que a noção de incerteza assume uma determinada concepção de tempo e que as duas são indissociáveis (Amado, 2001).

O tipo de incerteza a que Keynes se refere é do tipo fundamental, ou seja, é a incerteza não sujeita a cálculo atuarial, como pode ser visto em:

By "uncertain" knowledge, let me explain, I do not mean merely to distinguish what is known for certain from what is only probable. The game of roulette is not subject, in this sense, to uncertainty; nor is the prospect of a Victory bond being drawn. Or, again, the expectation of life is only slightly uncertain. Even the weather is only moderately uncertain. The sense in which I am using the term is that in which the prospect of a European war is uncertain, or the price of copper and the rate of interest twenty years hence, or the obsolescence of a new invention, or the position of private wealth-owners in the social system in

1970. About these matters there is no scientific basis on which to form any calculable probability whatever. We simply do not know. (Keynes, 1937, pp. 213, 4)

O fato de economias monetárias de produção estarem inseridas num contexto de tempo histórico e incerteza torna imprescindível o surgimento de mecanismos institucionais que permitam aos agentes desempenharem suas funções em tal ambiente.

Agentes que têm que tomar decisões em uma economia monetária em que a incerteza é um elemento constitutivo fundamental e que sabem que os resultados de suas decisões apenas serão observados no futuro distante, têm que desenvolver mecanismos que permitam a redução da incerteza, ao menos ao nível individual. Keynes apresenta duas formas principais de formação de expectativas: a) comportamento convencional e b) “animal spirits”.

As expectativas formadas de acordo com esses mecanismos convencionais tendem a reduzir a incerteza ao nível individual e, em certo sentido, ao nível social, mas quando estas sofrem alguma mudança no nível de confiança com que são formadas e há uma redução no grau de confiança social nas mesmas, elas ficam sujeitas a violentas alterações, e, normalmente, o movimento das expectativas individuais ocorre no mesmo sentido, dado que a base convencional para a formação de expectativas é mantida. Isso faz com que o processo decisório ocorra em um ambiente altamente volátil, o que enfatiza ainda mais o caráter convencional da tomada de decisão. (Keynes, 1937, p. 214-5 e Keynes, 1936, p. 154).

Por outro lado, os elementos que se referem ao “animal spirits” são também extremamente voláteis e não podem ser preditos com bases seguras⁵.

Numa realidade como esta, há a necessidade de se criar mecanismos sociais que protejam os agentes da completa incerteza e permitam, assim, a tomada de decisão.

As long as the future is uncertain the state of expectations may be liable to rapid unpredictable changes and hence the economic system is potentially very unstable...Recognizing the mercurial possibility of the economic system,

⁵ Para esse tópico ver Keynes, 1936, cap. 12.

men has, over time, devised certain institutions and rules of the game, which, as long as they are operational, avoid such catastrophes by providing a foundation for a conventional belief in the stability of the system and hence in the quasi-stability of the state of expectations. it is the existence of spot and forward markets, money, and concurrent seriatim time - length money (forward)contracts and their enforceability, as well as the expectations that these institutions will continue to operate with continuity or "orderliness" for the foreseeable future, which limits the magnitude of Ee (elasticity of expectation) and keeps real world economic fluctuations in bounds (Davidson e Kregel, 1980, p. 142).

Desta maneira, a moeda como base para os contratos é um dos elementos fundamentais que permite que a economia se desenvolva sem que seja destruída pela incerteza absoluta e pela instabilidade que esta gera.

O fato de a moeda ser a base para o contrato mais geral na economia, ou seja, o contrato salarial e pelo fato decorrente de os salários serem monetários faz com que a moeda seja o ativo mais líquido da economia. Essa liquidez faz dela o instrumento utilizado pelos agentes para se prevenirem contra a incerteza (geral ou relativa à taxa de juros) criando uma demanda diferenciada de moeda em relação aos outros bens produzidos nessa economia.

Uma vez que existem razões para demandar moeda nessa economia, há de haver um preço que iguale oferta e demanda de moeda na economia, esse preço em Keynes é a taxa de juros. Ou seja, a taxa de juros é o elemento que leva os agentes a abrirem mão de um bem extremamente valioso em economias monetárias de produção: a flexibilidade representada pela moeda.

Desta maneira, abre-se a porta para a não neutralidade da moeda, uma vez que em Keynes a decisão de investimento se dá pela comparação da taxa de juros (uma variável monetária por excelência) e da eficiência marginal do capital. Obviamente, que uma economia que tem sua variável chave determinada por dois elementos que estão intrinsecamente associados à incerteza e que são definidos como elementos altamente instáveis deve ser altamente instável, também.

Até o momento analisamos basicamente a teoria da preferência pela liquidez e os fatores determinantes do investimentos como os fatores associados à instabilidade capitalista, sem, contudo, explicitar uma fonte extra de instabilidade que também está associada à preferência pela liquidez, que diz respeito à preferência pela liquidez dos bancos e aos impactos que esta tem na dinâmica monetária como um todo.

2. Inovações financeiras, oferta monetária endógena e ciclo.

Um elemento caro à ortodoxia é a idéia de oferta exógena de moeda. Em grande parte isto tem um componente ideológico associado a computar os ônus de problemas monetários à Autoridade Monetária, que por não se guiar por mecanismos de mercado acaba desrespeitando os desejos e preferências individuais, mas também está associado à facilidade no estabelecimento das relações de causalidade pregadas por esta teoria.

Diversos autores questionaram esta noção desde debates bem remotos no tempo⁶, mais recentemente toda uma tradição associada à percepção da endogeneidade da moeda ganhou peso. Contudo, ao se contrapor radicalmente à tradição da oferta exógena terminou gerando resultados que do ponto de vista da neutralidade da moeda não divergem de forma substantiva dos da ortodoxia⁷. Contudo, uma terceira vertente se destaca nesse debate, esta é associada à idéia de inovações financeiras e mostra que os bancos são agentes que também possuem preferência pela liquidez e este fato, por si só, já endogeniza a oferta monetária. Ao mesmo tempo estes têm capacidade de alterar de forma definitiva a oferta de moeda em decorrência da capacidade de criar mecanismos institucionais que permitem fugir das restrições impostas pela Autoridade Monetária à oferta de moeda. Isto permite que essas instituições, bancos, tenham um poder enorme na determinação da oferta de

⁶ Ver o debate da Currency e Banking Schools, Bullionistas e Anti Bullionistas etc.

⁷ Ver Moore (1989), Kaldor (1978) entre outros.

moeda e que por este motivo possam interferir de forma definitiva na trajetória de crescimento de uma economia monetária de produção⁸.

A esse respeito Minsky observa:

In both variants of the neoclassical synthesis the financial structure is represented by “money”. Monetarists use money as a variable that explains prices and Keynesians use money as a variable that affects aggregate nominal demand, but in both money is an outside variable; the amount of money in existence is not determined by internal processes of the economy.

In our economy money is created as bankers acquire assets and is destroyed as debtors to banks fulfill their obligations. our economy is a capitalist economy with long-lived and expensive capital assets and a complex, sophisticated financial structure. The financial processes of a capitalist economy center around the way investment and positions in capital assets are financed. To the extent that the various techniques used to finance capital asset ownership and production lead to banks acquiring assets, money is an end product of financial arrangements. In a capitalist economy investment decisions, investment financing, investment activation, profit commitments to make payments due to outstanding debts are linked. To understand the behavior of our economy it is necessary to integrate financial relations into an explanation of employment, income and prices.”. (Minsky. 1982, p. 17)

E mais

Innovations in financial practice are a feature of our economy, especially when things go well. New institutions... and new instruments...are developed and old instruments increase in volume and find new uses. But each

⁸ Pra uma discussão das repercussões das mudanças institucionais que endogenizam a oferta de moeda sobre a teoria monetária e os resultados de não neutralidade da moeda ver Chick, 1986.

new instrument and expanded use of old instruments increases the amount of financing that is available and which can be used for financing activity and taking positions in inherited assets....The quantity of relevant moneys in an economy in which money conforms to Keynes's definition , is endogenously determined. The money of standard theory ...does not catch the monetary phenomena that are relevant to the behavior of our economy. (Minsky,1982, p. 66).

Neste sentido os bancos funcionam como as demais empresas procurando ampliar sua participação nos mercados e suas possibilidades de lucros via inovações e essas inovações são parte fundamental de sua atuação. Contudo, a forma como se dá o financiamento no tipo de economia analisada é um dos principais elementos que a torna intrinsecamente instável, como podemos observar:

Stable growth is inconsistent with the manner in which investment is determined in an economy in which debt-financed owner-ship of capital assets exists, and the extent to which such debt financing can be carried is market determined. It follows that the fundamental instability of a capitalist economy is upward. The tendency to transform doing well into a speculative investment boom is the basic instability in a capitalist economy. (Minsky, 1982, p. 66)

A instabilidade ascencionista a que se refere Minsky está associada à sua classificação das unidades econômicas de acordo com o grau de vulnerabilidade/fragilidade financeira. Para tanto ele estabelece três categorias de unidades que têm estruturas financeiras distintas e demonstra como a forma de financiamento e a atuação do sistema financeiro tende a ampliar a participação das unidades mais vulneráveis, fragilizando, assim, o sistema econômico como um todo e permitindo, por um lado um boom econômico e por outro gerando as condições para que a economia entre em crise num momento posterior. As três unidades mencionadas podem ser analisadas nas palavras do próprio Minsky.

Hedge finance takes place when the cash flow s from operations are expected to be large enough to meet the payment commitments on debts.

Speculative finance takes place when the cash flow from operations are not expected to be large enough to meet payment commitments, even though the present value of expected cash receipts is greater than the present value of payment commitments. Speculating units expect to fulfill obligations by raising funds by new debts. ...In addition to hedge and speculative finance there is Ponzi finance- a situation in which cash payments commitments on debt are met by increasing the amount of debt outstanding. High and rising interest rates can force hedge financing units into speculative financing and speculative financing units into Ponzi financing. Ponzi financing units cannot carry on too long. Feedbacks from revealed financial weakness of some units affect the willingness of bankers and businessmen to debt finance a wide variety of organizations. Unless offset by government spending, the decline in investment that follows from a reluctance to finance leads to a decline in profits and in the ability to sustain debt. Quite suddenly a panic can develop as pressure to lower debt ratios increases.(Minsky, 1982, p. 67)

Desta maneira, fica claro, que os bancos, ao terem um comportamento maximizador de lucros, em momentos de boom, tendem a permitir a ampliação do espaço de unidades que são vulneráveis financeiramente e que o próprio movimento ascensional da economia tende a elevar a taxa de juros, uma vez que eleva a demanda por moeda, e ao fazê-lo tende a transformar essas unidades em elementos cada vez mais vulneráveis. Contudo, a própria subjetividade dos bancos associada à maneira como eles formam expectativas em economias monetárias de produção sujeitas à incerteza faz com que eles passem, a partir de um certo nível de vulnerabilidade, a não conceder novos empréstimos em decorrência da reversão das expectativas e isso inviabiliza a continuidade das unidades mais vulneráveis e gera uma crise financeira que se espalha pela esfera real da economia.

Desta maneira, em Minsky, elemento herdado de Keynes, a esfera monetário/financeira está absolutamente relacionada à esfera real, seja por assumir a endogeneidade da oferta de moeda, seja por observar na forma de financiamento das economias monetárias de produção a origem para as crises das economias avançadas.

Sua explicação demonstra o ciclo completo da economia, analisando sua fase ascensional e de crise e mostra o caráter recorrente do mesmo.

As análises de Minsky estavam associadas fundamentalmente a economias fechadas, contudo, recentes trabalhos têm procurado fazer o mesmo tipo de análise para crises cambiais em diversas economias, sobretudo, economias periféricas (Arestis e Glickman, 2002, de Paula e Alves Jr., 2000, Lopez, 1997). Estes trabalhos tendem a tratar o sistema financeiro internacional nos moldes dos desenvolvimentos de Minsky e tratam os países como unidades econômicas, que estão próximas à categorização sobre vulnerabilidade desenvolvida por aquele autor. Estabelecem assim medidas para a vulnerabilidade e procuram mostrar como através do ciclo recente dessas economias chega-se à crise cambial.⁹

Do ponto de vista da análise de Minsky cremos ser importante mostrar que há algumas diferenças marcantes no que se refere aos países, enquanto unidades de análise, e as unidades com que Minsky trabalha. Enquanto em Minsky o problema é de fluxo monetário do projeto e de capacidade de repagamento do projeto específico, em economias abertas com um grande nível de vulnerabilidade externa, o problema está associado não apenas à capacidade de repagamento dos projetos específicos, mas à capacidade de geração de divisas que permitam esse repagamento. Neste caso, o processo é muito mais complicado e exige uma engrenagem mais sofisticada¹⁰.

O interessante a ser observado é que o caráter cíclico e repetitivo das crises em economias periféricas, sobretudo, na América Latina é extremamente marcante e que a própria resposta dada às crises cambiais desses países acaba marcando parte do modelo de desenvolvimento dos mesmos. Nosso objetivo é exatamente mostrar como se dá a persistência de problemas de financiamento dessas economias e como as respostas externas aos problemas de financiamento e/ou às restrições de divisas se associam ao desenvolvimento do sistema financeiro internacional dentro de um esquema muito próximo do proposto por Minsky.

⁹ Exemplo desta tentativa de quantificar a vulnerabilidade pode ser encontrado em de Paula e Alvez Jr, 2000.

¹⁰ Em parte de Paula e Alvez Jr., 2000, desenvolvem este tipo de abordagem.

3.Sistema financeiro internacional, restrições e inovações financeiras

O sistema financeiro internacional no Pós Guerra foi reconstruído ou redefinido a partir do acordo de Bretton Woods. Acordo esse que resultou do embate entre o plano de reestruturação inglês formulado por Keynes e o plano americano formulado por White. A perspectiva dos dois era distinta em pontos centrais como por exemplo: o plano Keynes sugeria maior flexibilidade cambial aos vários países envolvidos, pregava mecanismos de ajustes de desequilíbrios do BP (tanto positivos quanto negativos) que deveriam considerar reciprocidade de ajuste e instituições que permitissem maior flexibilidade ao sistema de pagamentos internacional. Já o plano americano era muito mais ortodoxo, propondo uma rigidez cambial maior e atrelando o dólar ao ouro e estabelecendo taxas de câmbio fixas entre as demais moedas. Ao mesmo tempo, o ajustamento dos balanços de pagamentos era assimétrico, recaindo o ônus exclusivamente sobre os países deficitários. É com base no plano americano e na teoria que lhe dava sustentação que irá se reestruturar o sistema financeiro internacional. Ou seja, essa reestruturação se dá com bases em elementos ortodoxos e a flexibilidade necessária para evitar a instabilidade internacional não se viabiliza, criando-se um marco institucional e instituições que poderiam absorver parte das funções de emprestadoras de última instância em nível internacional e que passam a atuar muito mais no sentido de acentuar ajustes recessivos em países que passassem por problemas cambiais do que na tentativa de permitir a superação desses problemas minimizando os impactos deletérios sobre o nível de produto doméstico.¹¹

Do ponto de vista de inovações financeiras e da capacidade do sistema financeiro internacional de dar respostas às necessidades de liquidez da economia internacional podemos perceber que em contraposição aos limites nacionais impostos à criação de liquidez, o sistema respondeu criando um mercado paralelo que funcionava de forma muito mais livre operando com moedas outras que não as dos países em que estivesse sediada a instituição operante, Euromercado. Este sistema se

¹¹ Parte da discussão sobre a reestruturação do sistema financeiro internacional pode ser encontrada em Guttman, 1994, Davidson, 1982 entre outros.

origina no início dos anos 50 e ganha importância a partir do final desta década. Em grande parte corresponde, ele mesmo, a uma inovação no sentido de ser um elemento institucional que permitia burlar as restrições institucionais a que cada sistema financeiro estava sujeito quando operando em moeda local. Em certo sentido, é exatamente essa ausência de regulamentação que dá dinâmica a esse sistema, mas por outro lado, como não havia um marco institucional bem definido que lhe desse sustentação, essa maior liberdade também implicava em maior potencial instabilizador das economias associadas a ele, sobretudo, daquelas que recebiam créditos dos mesmos.

Este sistema agia absolutamente dentro da perspectiva proposta por Minsky. Ou seja, era um sistema absolutamente dinâmico, que gerava inovações financeiras com o objetivo explícito de ampliar seu potencial de mercado e de acessar novos clientes (que em grande medida correspondiam a países que não eram atingidos pelos esquemas de crédito tradicionais) e que ao inovar visava superar as restrições colocadas pelas autoridades monetárias nacionais. Nos anos sessenta esse sistema se fortalece e nos anos setenta, agora já dentro da perspectiva de uma instabilidade cambial extremamente forte decorrente do colapso do sistema de Bretton Woods, dos superávits gerados nos países produtores de petróleo e da política monetária americana, este sistema passa a emprestar a ir expandindo sua área de atuação absorvendo unidades cada vez mais vulneráveis e cada vez mais remotas para as unidades que concediam créditos do ponto de vista de formação de expectativas, o que vai vulnerabilizando o sistema como um todo, uma vez que o caráter convencional da formação de expectativas vai se aprofundando.

Ou seja, é a própria dinâmica de atuação do sistema financeiro internacional e de suas inovações institucionais que faz com que este para ampliar suas possibilidades de ganho passe a incorrer em operações que estão associadas a unidades (em economias fechadas firmas, em economias abertas países) que são percebidas como mais vulneráveis, mas que dado o excesso de liquidez nesses mercados aceita-se correr os riscos apesar dos problemas associados à formação de

expectativas sobre as mesmas, excesso de liquidez este que é, em parte, endogenamente gerado.

No início da década de 80 com o default do México e a repercussão do mesmo sobre as expectativas de países que se considerava serem próximos a ele, basicamente Brasil e Argentina, e os impactos que a crises associadas ao endividamento desses países geraram em termos da disponibilidade de liquidez no sistema financeiro internacional e da quebra de confiança deste naqueles, ou da “relutância” dos bancos em conceder novos empréstimos nas palavras de Minsky. O caráter da crise que se instala incide tanto sobre as economias periféricas que estão submersas em uma crise clara de caráter Minskyano quanto no sistema financeiro internacional que sofre um processo rápido de retração. A década de 80 corresponde a um momento de reestruturação de ambos os sistemas e já no final da década os mercados financeiros internacionais começam a ganhar uma nova dinâmica, demonstrando a mudança da fase cíclica de baixa para ascensional, se reestruturando em novas bases e abrindo toda uma nova possibilidade de inovações financeiras, que iria se dar de forma muito mais intensa no final da década de 80 do que em períodos anteriores.

Esta crise no sistema financeiro internacional tem o agravante de não haver instituições reguladoras e flexibilizadoras, tal qual as autoridades monetárias nacionais que, quando geridas adequadamente no âmbito interno, podem atuar flexibilizando as restrições de liquidez quando há uma reversão muito intensa de expectativas evitando, assim, o aprofundamento da crise. Em termos internacionais, como vimos anteriormente, o desenho dessas instituições foi absolutamente ortodoxo e a intervenção das mesmas em momentos de crise tendia a ser assimétrico no sentido de preservar parte da estabilidade do sistema financeiro internacional, mas fazer o ajuste da forma a aprofundar a recessão decorrente da reversão do ciclo nos países periféricos.

O final da década de 80 se caracteriza por um novo ciclo de inovações financeiras associadas tanto a inovações de instrumentos financeiros como da tecnologia usada pelo

setor que conferia maior dinâmica ao mesmo quanto a inovações institucionais que dão suporte a esse processo¹².

Nesse novo ciclo de expansão da liquidez internacional observa-se um processo rápido de abertura das contas de capitais dos diversos países e uma intensificação da liberalização financeira internacional ambos tendendo a aprofundar o caráter interdependente dos mercados financeiros e a ampliar a escala da instabilidade. Há também nesse processo um descolamento rápido da dinâmica financeira internacional das necessidades associadas aos fluxos de comércio internacional. Dentro do referencial teórico utilizado neste trabalho, esta nova dinâmica tende a aprofundar as conclusões sobre a instabilidade previstas anteriormente. Sobretudo, em decorrência da predominância dos mecanismos de mercado na regulamentação (ou melhor, da não regulamentação) do mesmo. Isto leva alguns autores a falarem em “não-sistema de finanças globalizadas” e nos efeitos perversos e instabilizadores mais profundos do que o sistema anterior possuía. Neste sentido, fica clara a tendência ao aprofundamento da amplitude do ciclo e da instabilidade neste novo contexto¹³ (Coutinho, 2003)..

4. A periferia e o ciclo reflexo

No caso da periferia, em especial das economias da América Latina, observa-se uma tendência à geração de um ciclo reflexo ao das economias centrais. Ou seja, caso analisemos as economias periféricas como firmas (postura adotada nas análises cambiais que tem base em Minsky como por exemplo de Paula e Alves Jr.,) observa-se que estas tendem a seguir e absorver a disposição do sistema financeiro internacional em estender empréstimos e aceitar financiar projetos sujeitos a uma vulnerabilidade maior, ou seja, países com caráter especulativo e, nas últimas fases ascensionistas do ciclo, Ponzi. O agravante neste tipo de situação é que as restrições a países são mais severas do que a firmas, uma vez que a restrição das firmas é a disponibilidade de moeda para honrar os

¹² Para a análise desses processos ver Carvalho, 1996, Plihon, 1995, Mollo e Amado, 2001, Chesnais, 1995 entre outros)

¹³ Plihon, 1995, faz uma excelente análise do que se pode esperar da globalização financeira dentro de uma perspectiva Pós Keynesiana.

compromissos nos diversos momentos críticos de seu fluxo de caixa. Já no caso de países, há os problemas associados aos projetos financiados, que se comportam da mesma forma que em análises de firmas, mas também há a necessidade de converter esses fluxos de caixa na capacidade de geração de divisas para honrar os pagamentos externos, problema este que tem um caráter macroeconômico e que transcende a questão da análise da vulnerabilidade do projeto individual. Pode haver o caso de projetos, ou firmas, que são viáveis em termos de sua capacidade de cumprir seus fluxos de caixa, mas que por problemas associados a restrição de divisas dos países em que estão inseridos inviabilizam o repagamento dos empréstimos internos a eles associados.

Neste sentido, há uma assimetria entre as variáveis relevantes do ponto de vista da análise do processo de endividamento dessas economias. Enquanto as firmas nacionais fazem suas análises observando seus fluxos de caixa em moeda doméstica, os bancos e outros agentes financeiros internacionais observam tanto o fluxo de caixa dos projetos quanto a vulnerabilidade externa do país e é neste sentido que na fase ascensional do ciclo, em que estes bancos têm uma perspectiva favorável do processo e estão com excesso de liquidez, em grande parte endogenamente gerada através das inovações financeiras, eles aceitam financiar unidades especulativas que em decorrência de oscilações da taxa de juros podem se transformar em Ponzi. E aceitam, mesmo, financiar países com características de unidades especulativas e Ponzi.

Todavia, alterações na percepção do nível de fragilidade financeira desses países podem levar a mudanças bruscas no que diz respeito à concessão de novos empréstimos e nesse caso há uma quebra de grande parte das unidades ou um default dos países com características Ponzi. Nesses momentos de crises cambiais surge a necessidade de instituições coordenadoras e flexibilizadoras da oferta de liquidez em nível internacional e caso estas não existam há o aprofundamento da crise gerada pelo comportamento cíclico dos sistema financeiro internacional.

Todavia, cabe o questionamento sobre o porquê de os países periféricos aceitarem incorrer em um processo como o analisado de vulnerabilização financeira. Neste caso as respostas são de várias ordens.

Por um lado, tradicionalmente, observa-se uma restrição de divisas associada com o próprio estilo de desenvolvimento da América Latina, restrição essa que foi largamente

analisada pela CEPAL¹⁴ em vários momentos e que por outras razões é apontada em estudos como Resende (2001).

Por outro lado há toda uma análise que demonstra que no caso da economia brasileira as restrições de liquidez não poderiam ser a explicação mais adequada nem no primeiro ciclo aqui analisado, uma vez que havia aumento das reservas internacionais durante o processo de endividamento (Cruz, 1984; Studart, 1995) e no segundo processo observou-se o mesmo tipo de comportamento durante os primeiros anos do Plano Real (Silva e Andrade). No que diz respeito às análises do primeiro ciclo de endividamento aqui tratado há algumas explicações que observam a incapacidade do sistema financeiro nacional de suprir a economia doméstica de financiamento de longo prazo e, assim, recorria-se, em situações favoráveis de oferta de liquidez internacional, aos capitais externos para cumprir este papel. e esta era a origem do acúmulo de reservas em momentos de ampliação das reservas internacionais (Studart, 1995). Provavelmente, há uma combinação desses dois elementos o que justificaria por um lado a absorção por parte das economias periféricas das possibilidades de ter acesso ao financiamento internacional sempre que há facilidade de acesso a ele e por outro lado, justificaria variações positivas nas reservas internacionais desses países periféricos em momentos de oferta elástica de liquidez internacional.

Todavia, exatamente porque há uma restrição de divisas associada ao crescimento desses países periféricos, eles tendem a se tornar vulneráveis quando da ampliação do processo de endividamento, como mostram para o período recente de Paula e Alves Jr., 2000.

Em decorrência da posição remota do ponto de vista de formação de expectativas dos bancos e agentes financeiros internacionais em relação aos países periféricos, observam-se movimentos miméticos extremamente acentuados do ponto de vista da interrupção do refinanciamento a esses países¹⁵, isto é o que se observa no ponto de inflexão da fase ascensional do ciclo para a fase de baixa. Essa restrição, no caso dos países

¹⁴ Ver artigos de Prebisch e outros em Bielschowsky, 2000.

¹⁵ O que autores de caráter ortodoxo passaram a tentar explicar com elementos como o comportamento de manada.

periféricos vêm de forma extremamente forte e gera todo um processo com reflexos profundos na economia real dos países em questão.

O padrão de comportamento acima descrito pode ser observado nos dois ciclos analisados, ou seja, no que termina em 1982 e no que culmina com as crises cambiais de final dos anos 90 na América Latina (começando em 1994 com a crise do México) e tendo reflexos em várias economias da América Latina e em alguns países asiáticos.

Comentários Finais

Neste trabalho procuramos recuperar as análises de Minsky sobre instabilidade financeira e seus reflexos reais, mostrando que este tipo de abordagem exige que se tenha em mente o marco teórico que gera a definição das economias monetárias de produção, que são aquelas em que tempo, incerteza e moeda são elementos fundamentais para explicar suas trajetórias de crescimento.

Uma vez feita essa análise, de caráter mais geral, procuramos mostrar como tem se resgatado esse tipo de abordagem recentemente para explicar as crises cambiais por que tem passado as economias ditas emergentes. Chamamos a atenção para a propriedade desse tipo de abordagem, mas enfatizamos que a idéia de recorrência cíclica muitas vezes não é observada. Para demonstrar essa noção de recorrência passamos a analisar o comportamento do sistema financeiro internacional após a segunda guerra mundial e mostramos que o mesmo tem se comportado dentro dos padrões propostos por Minsky. Feito isso, observamos que as economias periféricas se comportam de forma reflexa a esses ciclos gerando, desta maneira, ciclos reflexos que tem na disponibilidade de liquidez no mercado internacional seu ponto de partida e que se desenvolvem fragilizando essas economias. Em decorrência de mudanças nas expectativas subjetivamente formadas dos fornecedores de liquidez internacional para as economias periféricas a fase expansionista do ciclo se encerra, gerando crises bastante profundas nas mesmas. Mostramos também que esse é um padrão que se repete e se aprofunda com o movimento de liberalização ocorrido em termos internacionais no movimento financeiro.

VI-RERÊNCIAS

Amado, AM., Limites Monetários ao Crescimento: Keynes e a Não Neutralidade da Moeda. **Ensaio FEE**, Vol 21, 2000.

Arestis, P. e Glickman, M., “Financial Crisis in Southeast Asia: Dispelling Illusion The Minskyan Way” **Cambridge Journal of Economics**. Vol. 26, N. 2, 2002.

Amadeo, E. and Dutt, A.K., "Os Keyensianos Neo-Ricardianos e os Pós-Keynesianos". **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, Dez. 1987.

Bielschowsky, R., **Cinquenta Anos de Pensamento na CEPAL**. Record, Rio de Janeiro, 2000.

Carvalho, F.C.J., "On the Concept of Time in Shackle and Sraffian Economics", **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol VI, N. 2, winter, 1983-84.

CARVALHO, F.C., Financial Innovation and Post Keynesian Approach to the ‘Process of Capital Formation’, **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 19, N. 3, 1997.

Chesnais, F., “A globalização e o curso do capitalismo de fim de século”. *Economia e Sociedade*. Vol. 5, 1995.

Chick, V., "The Evolution of the Banking System and The Theory of Saving, Investment and Interest". **Economies et Societes**, vol.20, Serie Monnaie et Production, 1986.

Coutinho, L., “Reconstrução da Política Econômica”. **O Valor**, 17, 18 19 de Janeiro de 2003.
Davidson, P., **International Money And The Real World**. St. Martin’s Press, New York, 1982.

Cruz, P.C.D., **Dívida Externa e Política Econômica: A Experiência Brasileira nos Anos Setenta**. Brasiliense, São Paulo, 1984.

Davidson, P. and Kregel, J.A., "Keynes's Paradigme: A Theoretical Framework for Monetary Analysis". in Nell, E.J. (ed.), **Growth, Profits and Property. Essays in the Revival of political Economy**. Cambridge University press, Cambridge, 1980.

Dow, S.C., **Macroeconomic Thought: A Methodological Approach**. Blackwell, Oxford, 1985.

Guttman, R., **How Credit Money Shapes the Economy**. M. E. Sharpe, New York, 1994.

Kaldor, N. "The New Monetarism" in **Further Essays on Applied Economics**, Duckworth, London, 1978.

Keynes, J.M., **The General Theory of Employment, Interest and Money**. The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. VII, Macmillan, Cambridge, 1936.

Keynes, J.M., "The General Theory of Employment". **Quarterly Journal of Economics**, N. 51, February, 1937.

Keynes, J.M., **A Treatise on Money: The Pure Theory of Money**. The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. V, Macmillan, Cambridge, 1971.

Keynes, J.M., **The General Theory. Part I: Preparation**. Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XIII, Macmillan, Cambridge, 1973 .

Knight, F.H., **Risk, Uncertainty and Profit**. London School of Economics, London, 1933.

KREGEL, J., Riscos e Implicações da Globalização Financeira para a Autonomia de Políticas Nacionais. **Economia e Sociedade**, N. 7, Dezembro de 1996.

Lopez, J., “Mexico’s Crisis: Financial Modernization and Financial Fragility”, **Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review**, Vol 50 (201), 1997.

Minsky, H.P., **John Maynard Keynes**. Cambridge University Press, Cambridge, 1975.

Minsky, H.P., **Inflation, Recession and Economic Policy**. M.E. Sharpe, New York, 1982.

Mollo, M.L.R. e Amado, A.M., , Globalização e Blocos Regionais: Considerações Teóricas e Conclusões de Política Econômica. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 31, n. 1, 2001.

Moore, B.J., “A Simple Model of Bank Intermediation”. **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 12, N. 1, 1989.

de Paula, L.F. e Alves Jr., A.J., “External Financial Fragility and the 1998-1999 Brazilian Currency Crisis”. **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 22, N. 4, 2000.

PLIHON, D., – “A ascensão das finanças especulativas”, **Economia e Sociedade**, Vol. 5, 1995.

Resende, M.F.C., “Crescimento Econômico, Disponibilidade de Divisas e Importações no Brasil: Um Modelo de Correção de Erros”. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Vol. 31, N. 2, 2001.

Stuart, R., **Investment Finance in Economic Development**, London, Routledge, 1995.