

## Resenha bibliográfica 2

### Stabilizing an unstable economy

Minsky, Hyman P. *Stabilizing an unstable economy*. A Twentieth Century Fund Report. New Haven, Yale University Press, 1986. 367 p.

FERNANDO J. CARDIM DE CARVALHO \*

Hyman Minsky, ao lado de Paul Davidson e Jan Kregel, é hoje um dos mais importantes autores da chamada escola pós-keynesiana. Mantendo viva a tradição keynesiana desenvolvida em Cambridge, Inglaterra, por autores como Kahn, Kaldor e, sobretudo, Joan Robinson, esta escola tem como projeto central o estudo das economias monetárias, tais como as definiu Keynes em várias de suas obras, inclusive a *Teoria Geral*. Nestas economias, a moeda desempenha um papel essencial no curto e no longo prazo [Keynes (1973a, pp. 408-9)], não sendo apenas o meio de pagamento em economias capitalistas (necessária à transformação de desejos em demanda efetiva), mas também, enquanto representante de poder de compra genérico, um vínculo entre o presente e o futuro, um veículo para mover liquidez no tempo. Por ser poder de compra em forma genérica, a moeda é uma defesa contra as incertezas do futuro, o mais eficiente dos seguros. Este é o seu retorno de liquidez.

Nestas economias, o desemprego de fatores de produção, especialmente de trabalho, é possível não apenas como um acidente, mas também como um resultado sistêmico, porque, dada a segurança oferecida pela moeda contra a incerteza do futuro, mudanças perversas de expectativas podem levar os agentes a centrar sua demanda de ativos em ativos líquidos como a moeda, em detrimento de ativos produzidos por trabalho, como ativos de capital. Para Keynes (1964, Cap. 7), isto sustenta a possibilidade de deficiência de demanda efetiva.

Autores pós-keynesianos consideram que o conceito de economia monetária é suficiente para justificar a crítica da macroeconomia tradicional, chamada por Samuelson de "síntese neoclássica", onde subsiste a dicotomia real/monetária, considerada inaceitável pelos pós-keynesianos. A moeda seria um véu que ocultaria, *no curto prazo*, as forças "reais" da economia, mais duradouras, que acabariam por se impor no longo prazo. Em modelos

\* Da Universidade Federal Fluminense.

como, por exemplo, o proposto por Modigliani em 1944, deficiências de demanda efetiva reduzem-se a imperfeições de mercado e à ilusão monetária.

Minsky tem-se dedicado em suas obras à crítica da síntese neoclássica e à proposta de reconstrução da macroeconomia nas linhas propostas originalmente por Keynes. Embora já venha escrevendo e publicando seus trabalhos sobre o tema há muitos anos, é na obra em resenha que suas idéias são apresentadas de modo mais completo e sistemático. Sua relação com Keynes é definida por ele mesmo da seguinte forma:

*Stabilizing an unstable economy* se situa na tradição pós-keynesiana, que para mim significa que Keynes nos dá os ombros de um gigante sobre os quais podemos nos apoiar para ver mais longe e de modo mais aprofundado o caráter essencial de economias capitalistas avançadas. Entretanto, ser pós-keynesiano não significa se tornar servilmente dependente dos trabalhos do “Grande Homem”.

Esta liberdade com relação a Keynes significa para Minsky a necessidade de atualizar e modificar a teoria, tanto em face das mudanças estruturais das economias capitalistas desde a época de Keynes, como também por causa do desenvolvimento das reflexões teóricas sobre macroeconomia desde os anos 30. Esta conexão entre teoria e observação empírica, embora certamente não exclusiva ao pós-keynesianismo, fornece, no entanto, uma importante distinção entre os modelos desta escola e aqueles da linha Walras/Arrow/Debreu, de natureza exclusivamente axiomática.

Esta preocupação empírica se reflete na própria organização de *Stabilizing*. O livro se divide, após uma breve introdução de seu tema, em quatro partes: “A experiência econômica” (análise empírica da economia americana no pós-guerra), “Teoria econômica” (apresentação do modelo teórico e crítica às alternativas), “Dinâmica institucional” (discussão das transformações do capitalismo americano no pós-guerra) e “Política econômica” (sugestões de reforma do aparelho de política econômica). Ainda que as premissas teóricas adotadas pelo autor forneçam, naturalmente, as bases sobre as quais ele organiza sua investigação empírica, é esta última que, contudo, coloca as questões relevantes para o próprio avanço posterior da teoria.

## A teoria da fragilidade financeira

A proposição central da escola pós-keynesiana, que baliza as preocupações de Minsky com relação à dinâmica capitalista, é a de que a realização de investimentos depende não apenas as perspectivas de crescimento futuro,

mas também o nível corrente de produção e emprego. A decisão de investir, porém, numa economia monetária (onde a produção se faz para o mercado sob o estímulo do lucro monetário esperado), é elemento da estratégia de acumulação de riqueza de agentes privados, destacadamente as empresas capitalistas. Em outras palavras, a decisão de investir dá-se no contexto da escolha de *portfolios*, onde ativos de capital sofrem a concorrência de outros ativos (inclusive monetários) como objeto de acumulação. A proposta de Minsky é, então, estudar as implicações macroeconômicas da adoção de diferentes estratégias de acumulação privada de riquezas e os espaços que isto abra para a regulação do sistema por parte do Estado.

O ponto de partida do seu modelo é o estudo das escolhas de *portfolio* dos agentes econômicos sob condições de incerteza. Minsky critica a teoria neoclássica por considerá-la inadequada ao estudo do capitalismo moderno, movendo-se no que ele chama de paradigma da “feira da aldeia”, onde os agentes isolados interagem pela troca de bens visando à obtenção daqueles bens necessários à sua maior satisfação. A isto Minsky contrapõe o paradigma de “Wall Street”:

O aspecto essencial da *Teoria Geral* de Keynes é uma profunda análise de como forças financeiras — que podemos caracterizar de Wall Street — interagem com a produção e o consumo para determinar o produto, o emprego e os preços... A análise de Keynes... oferece o fundamento para uma teoria econômica alternativa que nos leve à compreensão da instabilidade [do capitalismo] (p. 100).

Sobre as escolhas dos agentes no paradigma de “Wall Street”, paira sempre a nuvem da incerteza. Produção e acumulação de capital destinam-se ao mercado e não à mera satisfação pessoal. Mercados são incertos, e para investimentos em ativos de capital, envolvendo bens de alto valor e grande durabilidade, a possibilidade de desapontamento é inevitável em “Wall Street”. Isto justifica comportamentos defensivos e cautelosos, como a demanda por ativos líquidos, de baixo retorno, que, em contexto diverso, seria irracional.

Incerteza na teoria pós-keynesiana não se confunde com o conceito usual de risco, ancorado no cálculo de probabilidades (objetivas ou subjetivas) e na possibilidade de compra de seguros (como desenvolvido por Arrow a partir da construção célebre de Debreu). Incerteza significa ignorância. Não se sabe o que ocorrerá no futuro ou mesmo o que *poderá* ocorrer. Em tais condições, funções de distribuição de probabilidades são impossíveis de serem determinadas porque o universo de eventos não é cognoscível. O futuro não é a mera continuação do passado. Flutuações bruscas são possíveis porque “decisões cruciais”, na expressão criada por Shackle, introduzem descontinuidades que destroem suas próprias condições de partida, impedindo a repetitividade, ainda que nocional, que permite o cálculo de probabilidades.

A indeterminação do futuro aumenta com o horizonte das decisões, implicando que o grau de incerteza que cerca as decisões cujos efeitos

se estenderão por longos períodos é maior do que nas decisões que se esgotam no curto prazo. Por esta razão, a incerteza afeta especialmente as decisões de acumulação de riqueza [Keynes (1973b)].

Minsky estuda a influência da incerteza sobre os balanços dos agentes, afetados tanto através da escolha de ativos como pelas formas de financiamento de suas posições. Por um lado, há que se decidir que ativos reter, escolhendo-se entre os que oferecem alta liquidez mas, possivelmente, baixos retornos esperados e os que, em contraste, compensam sua baixa liquidez com a perspectiva de retornos elevados. Esta escolha é estudada na moldura oferecida por Keynes no Capítulo 17 da *Teoria Geral*, peça fundamental da teoria econômica pós-keynesiana.

Envolvendo avaliações sobre o futuro obtidas em condições de incerteza, a escolha de *portfolio* é inerentemente especulativa:

Em uma economia capitalista, ativos de capital são apenas incidentalmente demandados por causa de sua produtividade técnica; a demanda por ativos de capital é determinada por sua lucratividade esperada (p. 177).

Para que o investimento em ativos de capital se realize é preciso que os lucros esperados sejam compensadores, que haja confiança nestas expectativas e que o retorno de outros ativos, inclusive o retorno de liquidez da moeda, não seja superior ao dos bens de capital. Por outro lado, as expectativas com relação aos rendimentos futuros dos investimentos, assim como o grau de confiança naquelas expectativas são também importantes na determinação do passivo dos agentes econômicos. Os agentes têm de decidir se vão financiar suas compras de ativos com suas rendas ou com apelo a fundos de terceiros e, neste caso, sob que formas, prazos e termos. Minsky vai, então, além de Keynes ao mostrar que a decisão de investimento, a escolha de ativos, é concomitante à escolha de meios de financiamento e que as combinações entre ambas as decisões podem definir o grau de vulnerabilidade dos agentes a mudanças adversas do ambiente.

Minsky define três tipos de *portfolios*, dependendo da forma pela qual se financia a retenção de ativos. No primeiro caso, "hedge", o agente emite débitos de longo prazo, cujo serviço é sempre inferior ao rendimento *esperado* dos ativos financiados. Esta postura, bastante conservadora, é a mais estável porque, no caso de as expectativas se mostrarem corretas com relação às rendas dos ativos, o agente estará a salvo de mudanças nos mercados financeiros, dado que suas necessidades de financiamento são equacionadas inteiramente no início do período de retenção. Menos seguros são os *portfolios* "especulativos", em que refinanciamentos de curto prazo são necessários, ainda que no período de retenção como um todo os rendimentos dos ativos sejam suficientes para pagar o serviço daquela dívida. O desequilíbrio de curto prazo, neste caso, é tal que nem ao menos os juros podem ser pagos. O principal, porém, a ser amortizado tem de ser refinanciado até que, mais para o fim do período, ele possa ser saldado. Finalmente, há os *portfolios* chamados de "Ponzi", em que refinanciamentos poderão ser necessários no curto prazo até mesmo para

os juros, o que implica que o valor da dívida tende a crescer *durante* o período de retenção. Este é um caso mais extremo de *portfolio* especulativo e é por isso mesmo também muito vulnerável a mudanças adversas no mercado financeiro.

Todos os fluxos, porém, são definidos em termos de expectativas e estão, por isso, sujeitos a desapontamentos. Por esta razão, mesmo aqueles *portfolios* “hedge” (protegidos) devem embutir ativos ou direitos que representem alguma “margem de segurança” contra o caso de desapontamento de expectativas de rendimentos. Nestas condições, contudo, o próprio sucesso, a confirmação de expectativas, pode ser ele próprio desestabilizante se sinalizar expectativas iniciais muito conservadoras ou mesmo margens de segurança desnecessariamente elevadas. Em algumas das passagens mais atraentes do livro, Minsky descreve como esta situação se desdobra, aumentando a fragilidade e a vulnerabilidade da economia, concluindo então:

O pleno emprego é um estado transitório porque a especulação e a experimentação com estruturas de passivo e novos ativos financeiros levarão a economia a um *boom* de investimentos. Um *boom* de investimentos leva à inflação e ... um *boom* inflacionário leva a uma estrutura financeira que conduz a crises financeiras (p. 178).

A diferença dos modelos comuns de ciclo econômico, a mudança não surge como um resultado de desequilíbrios ou de desapontamentos de expectativas, mas, ao contrário, é a “confirmação de expectativas” que conduz à mudança de situação. É dentro deste quadro que Minsky examina a evolução da economia americana no pós-guerra, privilegiando as mudanças nos *portfolios* dos agentes.

## A experiência histórica e a mudança institucional

Em sua descrição da história econômica norte-americana do pós-guerra, as questões mais importantes a serem investigadas são: *a)* por que não houve, mesmo nos anos mais difíceis das décadas de 70 e 80, a repetição da experiência depressiva nos moldes dos anos 30?; e *b)* identificados os meios pelos quais grandes depressões puderam ser evitadas, que implicações isto pode ter tido para a dinâmica capitalista?

A resposta para a primeira pergunta, segundo Minsky, repousa na mudança do papel e na dimensão do governo e no emprego de uma política monetária consistente com o objetivo de se evitarem colapsos financeiros.

Valendo-se da teoria de lucros de Kalecki, pela qual lucros agregados são determinados pela demanda dos capitalistas, pelo déficit público e pelo saldo de comércio externo, Minsky mostra que uma política de déficits públicos foi suficiente, nos Estados Unidos, para compensar as

reduções de demanda dos capitalistas que poderiam ameaçar os lucros agregados necessários à validação de débitos contraídos. A política fiscal estabilizou os fluxos de caixa das empresas e impediu o colapso financeiro.

O processo de sustentação fiscal dos lucros, de cuja eficácia Minsky não duvida, pode ser, no entanto, muito lento para prevenir súbitas ameaças ao sistema. Nestas condições, às autoridades monetárias coube sustentar a liquidez dos *portfolios* até que a política fiscal pudesse exercer seus efeitos.

Nas palavras de Minsky:

Enquanto um Grande Governo ("Big Government") estabiliza a produção, o emprego e os lucros através dos seus déficits, o empregador de última instância estabiliza o valor de ativos e mercados financeiros; por exemplo, o Federal Reserve compra, ou se declara pronto a comprar ou aceitar como colateral, ativos financeiros que sem isso não seriam vendáveis; ele substitui, assim, ou mostra-se pronto a substituir, aqueles ativos arriscados por suas próprias obrigações, desprovidas de risco, em proporções variadas em diversos *portfolios*. Enquanto o Grande Governo opera sobre a demanda agregada, excedentes setoriais e incrementos das obrigações do governo nos *portfolios*, o empregador de última instância opera sobre o valor da estrutura herdada de ativos e o refinanciamento disponível para vários *portfolios*... A necessidade de operações de empregador-de-última-instância se mostrará geralmente antes que a renda caia drasticamente e antes que os efeitos estabilizadores automáticos e definitivos do Grande Governo entrem em ação (p. 38).

Se, por um lado, evitou-se a depressão, o preço destas políticas, porém, foi a validação daqueles *portfolios* especulativos que levaram a economia à instabilidade e que seriam eliminados por uma crise. Como resultado, acumulam-se agora distorções de período a período pela sobrevivência destes *portfolios*. Segundo Minsky, a única saída duradoura para o dilema está em reformas institucionais que dêem às autoridades um poder de intervenção preventiva e de controle compatível com o papel de sustentação que elas hoje exercem.

Seguindo os passos de Keynes, a obra de Minsky é orientada não apenas para o conhecimento da realidade capitalista, mas também para a intervenção nesta realidade. Sua obra tem sido criticada por uma excessiva ênfase em processos financeiros que exagerariam o grau de instabilidade das economias capitalistas. Em resposta a esta crítica, Minsky propõe que os limites para esta instabilidade podem estar não nos mecanismos de operação próprios da economia, mas nas instituições que são criadas para lidar com a incerteza de seus mercados e com o controle de seus efeitos. O principal desenvolvimento representado por *Stabilizing an unstable economy* sobre as obras do autor já conhecidas no Brasil [Minsky (1975 e 1982)] pode estar localizado exatamente neste aprofundamento do estudo das instituições capitalistas concretas, especialmente aquelas que foram, ou são, instrumentais para a política econômica.

## Bibliografia

- KEYNES, J. M. *The general theory of employment, interest and money*. New York, Harbinger, 1964 (The collected writings of John Maynard Keynes, 7).
- . *The general theory and after: part 1 — preparation*. London, Macmillan, 1973a (The collected writings of John Maynard Keynes, 13).
- ——. *The general theory and after: part 2 — defense and development*. London, Macmillan, 1973b (The collected writings of John Maynard Keynes, 14).
- MINSKY, H. P. *John Maynard Keynes*. New York, Columbia University Press, 1975.
- . *Can 'It' happen again?* Armonk, N. Y., M. E. Sharpe, 1982.