**PORQUE NÃO UTILIZAR TAXA DE JUROS COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA MONETÁRIA E QUAIS AS ALTERNATIVAS? UMA VISÃO MINSKYANA**

DIEGO FANGUEIRO VIEIRA[[1]](#footnote-1)

MATHEUS TROTTA VIANNA[[2]](#footnote-2)

**RESUMO**

A utilização da taxa de juros como instrumento de política monetária é bastante questionável, seja no campo empírico, seja no campo teórico. No campo empírico, muito se discute em relação à eficácia da política monetária, em relação à assimetria de resposta dos juros frente a choques positivos e negativos, e, mais recentemente, em relação ao problema o limite inferior zero. Já no campo teórico, poucas abordagens discutem o lado negativo de utilizar a taxa de juros como instrumento de política monetária. Uma dessas poucas abordagens é a minskyana, que alerta para a possibilidade da utilização da taxa de juros afetar a estabilidade financeira da economia. Esse trabalho visa apresentar a visão minskyana e mostrar, no campo teórico, porque a taxa de juros não é a melhor opção de instrumento de política monetária. Por fim, são apresentados os instrumentos alternativos de política monetária, seguindo essa visão.

**ABSTRACT**

The use of the interest rate as the instrument of monetary policy is quite questionable, both in the empirical field and in the theoretical field. In the empirical field, much is discussed about the effectiveness of monetary policy, regarding the asymmetry of interest response to positive and negative shocks, and, more recently, the zero lower bound problem. In the theoretical field, few approaches discuss the negative side of using the interest rate as an instrument of monetary policy. One of these few approaches is the Minskyan view, which warns of the possibility of the interest rate affecting the financial stability of the economy. This paper aims to present the Minsky vision and to show, in the theoretical field, why the interest rate is not the best option of a monetary policy instrument. Finally, the alternatives are presented in this view.

**ÁREA TEMÁTICA**: Área 1 – Macroeconomia, Política Econômica e Financiamento do Desenvolvimento

# INTRODUÇÃO

A utilização da taxa de juros como instrumento de política monetária é bastante questionável, seja no campo empírico seja no campo teórico. No campo empírico, muito se discute em relação à eficácia da política monetária, em relação a assimetria de resposta dos juros frente a choques positivos e negativos, e, mais recentemente, em relação ao problema operacional do limite inferior zero. Essa discussão se tornou ainda mais relevante após as políticas monetárias não convencionais realizadas pelo FED norte-americano nos períodos subsequentes à crise de 2008 (SARAIVA, DE PAULA e MODENESI, 2017).

Diante da recessão econômica que se seguiu à crise financeira de 2008, a primeira resposta das autoridades monetárias, com destaque para o FED norte-americano, consistiu na adoção de uma política monetária expansionista. Mas como as taxas de juros nas economias desenvolvidas já se encontravam em níveis bastante baixos, o espaço para tal política foi gradativamente diminuindo à medida que os países se aproximavam do limite inferior (“piso”) para a taxa de juros. Como a taxa de juros nominal não tem como cair abaixo de zero, a política monetária expansionista convencional (de redução da taxa nominal de juros) encontrou um obstáculo intransponível, a taxa de juros nula (*zero lower bound*)[[3]](#footnote-3). Instrumentos alternativos, que ficaram conhecidos como políticas monetárias não convencionais, tiveram então que ser adotados pelas autoridades monetárias.

A condução da política monetária nos países desenvolvidos desde a crise de 2008 tem nos ensinado uma lição importante: existe uma assimetria no manejo da taxa de juros. Enquanto é possível elevar recorrentemente a taxa de juros nominal para desacelerar a economia (não existe nenhum “teto” estritamente operacional[[4]](#footnote-4)), não é possível reduzí-la abaixo de zero para aquecer a economia. O enfrentamento dos problemas presentes desde a crise de 2008 requer grande criatividade dos formuladores tanto de política econômica (*policy makers*), quanto de teoria econômica (academia). Esse contexto parece ser, portanto, especialmente favorável à construção de teorias econômicas alternativas (ou heterodoxas). Esta questão parece ser especialmente relevante no caso da condução da política monetária.

Do ponto de vista teórico, a utilização da taxa de juros como instrumento de política monetária nunca foi um consenso entre economistas. Isso se deve ao fato de que os mecanismos de transmissão dos juros (que conectam a execução da política monetária às variáveis objetivo) dependem de hipóteses teóricas específicas.

Os economistas do *mainstream* assumem, basicamente, que a inflação é causada por excesso de demanda. Dessa forma, uma elevação da taxa de juros reduz o excesso de demanda por meio da (1) redução dos investimentos, (2) redução do consumo, (3) redução do crédito bancário, entre outros, produzindo uma diminuição da inflação. Esse mecanismo é teoricamente contestado por abordagens menos ortodoxas, que assumem que a inflação não é causada por excesso de demanda e que atentam para outros efeitos das variações da taxa de juros sobre a economia. Uma dessas abordagens é a minskyana, nomeada em referência à Hyman Minsky. Essa abordagem, notadamente pós-keynesiana, centra a discussão na estabilidade financeira da economia e como esta é necessária para reduzir a instabilidade da dinâmica da economia capitalista. Assim sendo, essa abordagem enfatiza outros efeitos da taxa de juros na economia que são pouco discutidos pela ortodoxia econômica.

O presente artigo busca demonstrar que a utilização da taxa de juros como principal instrumento de política monetária não é desejável[[5]](#footnote-5). Em particular, busca-se discutir, com base na abordagem minskyana, como a variação da taxa de juros pode afetar o comportamento do investimento privado, o balanço das empresas e dos bancos e a estabilidade do sistema financeiro. Para isso, será feita uma revisão dos principais pressupostos teóricos minskyanos para explorarmos as implicações para política econômica, em particular a monetária, estabelecidas por Hyman Minsky. Por fim, serão expostas algumas alternativas para as autoridades monetárias, propostas pelo autor e por seus seguidores.

O artigo se estrutura em quatro seções, além desta breve introdução. Na primeira seção, busca-se delinear os fundamentos da análise Hyman Minsky, em que se destacam a sua teoria financeira do investimento e do ciclo econômico e a hipótese de instabilidade financeira. Na segunda seção, busca-se explorar as implicações da teoria minskyana para a análise da política monetária, mostrando quais os possíveis efeitos de utilizar a taxa de juros como instrumento dessa política, com destaque para a estabilidade financeira do sistema. Na terceira seção, enfatizam-se alternativas para a política monetária, como a regulação e a supervisão financeira, além de reformas estruturais. A quarta e última seção apresenta as considerações finais do artigo.

## 1 – Fundamentos Teóricos Minskyanos e a Taxa de Juros

Hyman Minsky é um autor reconhecidamente keynesiano, ou pós-keynesiano, por se apoiar em conceitos introduzidos por Keynes e buscar desenvolvê-los. Sua contribuição teórica principal foi a Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF), que mostra como o capitalismo moderno é inerentemente instável por conta do financiamento, essencialmente do investimento. A noção de que a economia é inerentemente instável, dinâmica e continuamente em desequilíbrio é resgatada de Keynes, e também de Schumpeter, que foi orientador de doutorado de Minsky.

Carvalho (1992) caracteriza as hipóteses *a priori* que definem a economia monetária de produção, conceito amplo que caracteriza a visão de mundo de Keynes, e que é também utilizado por Minsky. Podemos citar:

1. A visão de que a economia é inerentemente instável, um contínuo processo de desequilíbrio, e que a política macroeconômica pode ajudar a estabilizar a economia, assim como pode desestabilizar.
2. A produção leva tempo. O tempo abre espaço para incertezas no processo econômico.
   * Implicação: A incerteza, diferente do risco, não pode ser probabilisticamente calculada. A economia depende das expectativas subjetivas dos agentes, e não há nada que garanta que estes acertarão suas expectativas.
3. Pelo Princípio da Demanda Efetiva, a produção é determinada pelas expectativas de demanda, e consequentemente, de rentabilidade.
   * Implicação: A demanda, numa economia fechada e sem governo, é composta de consumo, mais estável, e investimento, mais volátil. O ciclo econômico decorre da instabilidade do investimento. Este não flutua em torno de nenhuma tendência determinada.
4. Numa economia capitalista moderna, a escala dos dispêndios relevantes requer a existência de financiamento.
   * Implicação: A oferta de financiamento pode ser uma restrição às firmas não-financeiras, mas se a oferta suprir a demanda por financiamento, o produto continuará a crescer. Esse crescimento pode estimular maior demanda por financiamento, e maior disponibilidade. A existência de finanças adiciona mais uma camada de instabilidade (WRAY, 2016, p.31).
5. O ciclo econômico é o ciclo financeiro. Existem limites, tetos e pisos ao ciclo, definidos por instituições, políticas e regulações.

Como afirma Wray (2016, p.31), a teoria de Minsky pode ser sintetizada como “uma teoria do ciclo pelo investimento e uma teoria financeira do investimento”. A primeira parte deriva da hipótese 3 acima, em que as flutuações econômicas decorrem da instabilidade do investimento, seguindo a visão keynesiana. A segunda parte é a extensão de Minsky, que adiciona uma teoria financeira do investimento, pois este exige um montante de dispêndio de larga escala que precisa ser financiado, como visto na hipótese 4 acima.

### 1.1 – Teoria Keynesiana do ciclo pelo investimento

Na “Teoria Geral”, Keynes dedica grandes esforços para a compreensão dos determinantes do investimento. Isso se justifica pelo fato do investimento consistir no componente mais instável da demanda agregada e se constituir, portanto, no principal responsável pelas flutuações do produto e do emprego. Para Keynes (1936, pp.159), o investimento depende das expectativas de longo prazo dos agentes nos retornos esperados do projeto. A expectativa de retorno do projeto, ou a eficiência marginal do capital, determina o preço de demanda do investimento, que é o valor presente dos fluxos de caixa esperados ao longo do tempo de maturação do projeto. O preço de oferta do bem de capital depende dos custos de produção deste. Haverá investimento se, para o investidor, o preço de demanda for maior que o preço de oferta. Equivalentemente, no curto prazo haverá investimento se a eficiência marginal do capital for maior que a taxa de juros, que é o custo de oportunidade do investimento (Keynes, 1936, pp.149-150). O nível de investimento vai variar se mudarem seus determinantes como o custo de produção do capital, a expectativa de retorno do investimento e a taxa de juros.

Minsky (1975, p.94) argumenta que o custo de produção do capital é uma função estável, de forma que a flutuação do investimento vai ocorrer majoritariamente por três motivos possíveis: (1) variações no retorno esperado, por mudanças na visão sobre o futuro, (2) variações na taxa de juros de mercado, ou (3) variação na conexão entre a taxa de capitalização do investimento e a taxa de juros de mercado.

Para Minsky, a teoria de Keynes é uma teoria do ciclo baseada no comportamento do investimento (“*investment theory of the cycle*”), na qual o consumo é um amplificador passivo, de forma que as flutuações da demanda agregada resultam das flutuações do investimento. No capítulo 18 da “Teoria Geral”, Keynes constrói um esboço de um modelo de ciclo econômico, um protótipo para vários modelos do tipo multiplicador-acelerador não explosivos. Nesse esboço, o ciclo econômico é descrito como baseado num multiplicador modesto e em mudanças moderadas no retorno esperado do investimento (MINSKY, 1975, p.60).

Minsky (1975, p.92) argumenta que a teoria de Keynes conecta o lado real, a produção efetiva de bens de capital, o investimento, com variáveis financeiras, que no modelo é a taxa de juros. Não era o foco de Keynes discutir o lado financeiro, apesar de reconhecer a importância do financiamento numa economia em que existem tomadores de crédito e emprestadores (Keynes, 1936, p.144, apud. Minsky, 1975, p.104), além de citar marginalmente duas noções que serão resgatadas por Minsky: o risco do emprestador e o risco do tomador. Minsky desenvolveu os aspectos financeiros da teoria de Keynes, incorporando os riscos do emprestador e do tomador no modelo de preço de oferta e demanda de Keynes, permitindo a construção de uma teoria financeira do investimento. Como o próprio autor argumenta:

“(…) the missing step in the standard Keynesian theory was the explicit consideration of capitalist finance within a cyclical and speculative context. Once capitalist finance is introduced and the development of cash flows (as stated in the interrelated balance sheets) during the various states of the economy is explicitly examined, then the full power of the revolutionary insights and the alternative frame of analysis that Keynes developed becomes evident.” (MINSKY, 1975, p.126)

### 1.2 – Teoria Financeira do Investimento

A teoria financeira do investimento de Minsky começa utilizando o sistema de dois preços de Keynes, e os riscos do emprestador e do tomador, também derivados de Keynes (WRAY, 2016, p.76). Segundo Minsky (1986, p. 200), uma economia capitalista possui dois sistemas de preço: um para o produto corrente e outro para os ativos financeiros. Apesar de cada preço ser determinado em mercados separados, eles se interconectam, porque o investimento é tanto produto corrente quanto ativo, que compete com ativos financeiros. O preço do produto corrente depende dos custos de produção, salários, tecnologia e *mark-up*. Em termos do investimento, no sistema de preços do produto corrente se determina o preço de oferta do investimento, da mesma que Keynes. Os preços dos ativos, por sua vez, são determinados pelo valor colocado sobre os fluxos de caixa esperados no período de maturação do ativo, dada oferta do ativo constante no curto prazo. Em termos do investimento, ou do ativo de capital, nesse sistema de preços se determina o preço de demanda do ativo, seguindo novamente Keynes. O investimento será realizado, ou o ativo de capital será demandado, enquanto o preço de demanda for superior ao preço de oferta.

Essa lógica está correta se o investimento for financiado com lucros retidos, capital próprio da firma. Este é determinado pelo fluxo de caixa realizado pela produção da firma. Porém, se a escala do investimento for maior do que essa restrição interna, será necessário financiamento. A partir do ponto limite definido pelos recursos internos da firma, tanto o preço de demanda quanto o preço de oferta do ativo variam. A partir do ponto em que o ativo é financiado, como custo de oferta incorpora-se a taxa de juros do financiamento, que é função positiva do volume do investimento financiado, já que existe o risco do emprestador. O risco do emprestador é o risco de calote com que o financiador se defronta. Para compensar esse risco, o emprestador aumenta a taxa de juros do financiamento para níveis maiores de concessões. Então, a partir do ponto limite dos recursos internos, a curva de preço de oferta do capital se torna positivamente inclinada.

Por outro lado, existe o risco do tomador. Com a incorporação de um custo adicional, o pagamento do principal e os juros do empréstimo, o agente precisa rever seus retornos esperados ao longo do período de maturação, já que estes se reduzem para níveis maiores de empréstimos e para maiores taxas de juros do financiamento. Assim, o preço de demanda do ativo de capital também se altera conforme o volume financiado, fazendo com que a função preço de demanda do ativo seja decrescente a partir do ponto limite definido pelos recursos internos. O volume de investimento será determinado pela intersecção de preço de demanda e preço de oferta. Uma parte desse volume será financiada com recursos próprios, enquanto que outra parte será financiada com recursos de terceiros.

É nesse sentido que Minsky (1986, pp.206-207) argumenta que a decisão de investimento envolve necessariamente, também, uma decisão de balanço, não somente de portfólio (ativo), ao determinar a estrutura de passivo da firma. A estrutura do passivo reflete uma combinação de recursos internos e recursos externos. Existe uma nova camada de volatilidade que afeta essa combinação de recursos no passivo, já que o volume de recursos internos da firma depende do estado corrente da economia durante a maturação do investimento. É adicionado mais um elemento de incerteza à decisão de investimento, que não tem absolutamente nada a ver com o sucesso, ou não, do projeto, e sim com a disponibilidade de recursos internos e externos ao longo da maturação do projeto. O investimento é, portanto, um fenômeno financeiro (MINSKY, 1986, p.209).

Agora vejamos como a taxa de juros afeta o investimento. Taxa de juros de curto prazo afeta o preço de oferta do investimento, por atuar como um custo financeiro. Uma elevação da taxa de juros básica eleva o preço de oferta do capital. Existe outro efeito da elevação da taxa de juros que é salientado por Minsky: em mercados financeiros modernos, financiamento de curto prazo é muitas vezes utilizado para financiar posições em ações ou títulos, de forma que uma rápida elevação da taxa básica pode levar a uma elevação da taxa de juros de longo prazo, e consequentemente uma queda nos preços das ações e dos títulos. A taxa de juros de longo prazo é relevante na decisão de investimento, porque afeta o fator de desconto das *quasi*-rendas esperadas do projeto, que determinam o preço de demanda. Então, uma elevação da taxa de juros de curto prazo pode afetar, também, negativamente o preço de demanda do capital. A combinação desses dois efeitos diminui o hiato entre os dois preços, contraindo o investimento total. Se a elevação das taxas for excessiva, ressalta Minsky, o valor presente do projeto pode tornar-se menor que o custo de oferta do ativo. Se isso for combinado com uma redução das rentabilidades esperadas, até mesmo projetos em andamento serão abandonados (MINSKY, 1986, p.217).

Existe então uma tendência endógena à utilização de financiamento externo. Em situações de baixas taxas de juros de curto e de longo prazos, a diferença entre preço de demanda e de oferta do bem de capital aumenta, e para um dado nível de renda corrente, que determina o limite do financiamento interno, há incentivo a aumentar investimento via financiamento externo. Existe uma tendência endógena das economias capitalistas a utilizarem financiamento e endividamento no processo de investimento. O que limita esse processo, como vimos, são escaladas de taxas de juros. Porém, isso não acontece sem consequências financeiras, como veremos adiante.

### 1.3 – Hipótese da Instabilidade Financeira

Para entender como os compromissos financeiros afetam a economia como um todo, é preciso entender cada agente econômico como um balanço patrimonial que gera fluxos de caixa positivos, no lado do ativo, e negativos, no lado do passivo. Essa visão de fluxo de caixa é o que permite analisar cada unidade econômica como um banco que assume posições em ativos e passivos (MINSKY, 1986, p.221).

Toda firma, ou projeto de investimento, se defronta com um fluxo de caixa esperado a cada período, e com um fluxo de encargos contratuais e obrigações financeiras também a cada período. A relação entre o total de encargos contratuais e obrigações para pagamentos de dívidas a cada período e o fluxo de caixa esperado (ponderado pela probabilidade subjetiva e pela margem de confiança nesta), define a postura financeira da firma ou do projeto de investimento. Uma firma, ou um projeto de investimento, pode assumir três posturas financeiras, a saber: Hedge, especulativa e Ponzi (MINSKY, 1986, p.230).

Uma firma, ou um projeto de investimento, assume uma postura Hedge quando o fluxo de caixa esperado excede, em muito, os encargos contratuais e obrigações no período, superando tanto a parcela de amortização das dívidas, quanto a parcela de pagamento de juros. Por conta disso, essa firma não precisa se refinanciar, e não está sujeita a risco decorrente da variação da taxa de juros do financiamento. Esse tipo de postura não é imune ao risco, no entanto. Como, em geral, o fluxo de caixa esperado dessas firmas está relacionado à operação, elas estão sujeitas ao risco do mercado. Por exemplo, se a receita efetiva das vendas é menor que a receita esperada, a firma pode encontrar dificuldades em honrar seus compromissos financeiros. Essa postura é típica de unidades familiares, porém não é exclusiva destas.

Uma firma, ou um projeto de investimento, assume uma postura especulativa quando o fluxo de caixa esperado é menor que os encargos contratuais e obrigações em alguns períodos, mas é suficiente para cobrir o pagamento de juros. A firma especula até dado período, quando será feito seu *funding* e o refinanciamento de sua posição. Se feito o refinanciamento com sucesso, após o dado período (em que é feito o refinanciamento), o fluxo de caixa esperado cobre os encargos contratuais e obrigações. Essa postura é financeiramente mais frágil que a postura Hedge, pois a firma pode se tornar insolvente se, quando for refinanciar sua dívida, ocorrer um aumento da taxa de juros. Firmas com posturas especulativas, entretanto, não possuem problemas de endividamento em si, pois os fluxos de caixa cobrem os juros a cada período. Finanças especulativas envolvem a rolagem de uma dívida, já que são caracterizadas pelo financiamento de curto prazo de uma posição de longo prazo. Bancos comerciais são exemplos clássicos de firmas em postura especulativa. Uma firma que assume uma posição hedge, porém, pode se tornar especulativa se ocorre uma queda grande do fluxo de caixa das receitas, ao passo que uma firma especulativa pode se tornar hedge se ocorre um aumento do fluxo de caixa das suas operações, ou quando completa seu *funding*.

Uma firma, ou projeto de investimento, assume uma postura dita Ponzi, quando o fluxo de caixa esperado é menor que os encargos contratuais e obrigações, não cobrindo sequer o pagamento de juros a cada período. Essa postura é comum para o caso de compra de ativos com objetivo de revenda futura e ganho de capital. Ao assumir essa postura, a firma espera que o ganho de capital decorrente da revenda do ativo no futuro supere e cubra todo o processo de endividamento, que é crescente. Essa postura é mais frágil que a postura especulativa, pois caso ocorra um aumento do endividamento, e/ou uma redução do ganho de capital esperado, a firma se tornará insolvente. Assim como firmas em postura especulativa, firmas em postura Ponzi estão suscetíveis aos desenvolvimentos do mercado financeiro, já que precisam engajar em diferentes mercados financeiros para conseguir financiamento e refinanciamento, ao passo que firmas em postura Hedge são imunes às mudanças desse mercado.

As três posturas financeiras estão sujeitas a risco de negócio, já que todas são sujeitas à redução dos fluxos de caixa esperados, por conta do estado corrente da economia. Os desenvolvimentos econômicos que levam a mudanças na renda do ativo podem tornar firmas Hedge em firmas em postura especulativa e firmas especulativas em firm**as** Ponzi, mantidos os compromissos contratuais. Todas estão sujeitas a risco de negócio, mas precisamos analisar o risco financeiro. Minsky caracteriza a fragilidade financeira de uma firma individual como a suscetibilidade de inadimplência da firma, frente às mudanças na taxa de juros. Elevações na taxa de juros podem aumentar os compromissos contratuais para um dado fluxo de caixa esperado, gerando problema de inadimplência no pagamento dos compromissos contratuais. Isso força a firma a reduzir investimento ou vender posições em ativos (MINSKY, 1986, p.239). Em última instância, a firma pode se tornar insolvente e ter que fechar.

Como vimos, devido a maiores margens de segurança, firmas em postura Hedge estão menos suscetíveis à inadimplência, frente às mudanças na taxa de juros. Já firmas em postura especulativa e Ponzi estão muito mais sujeitas à inadimplência. A fragilidade financeira da economia, como um todo, depende da parcela de firmas com posturas especulativas e Ponzi, sobre o total de firmas, como uma média ponderada das posturas financeiras das firmas dessa economia. Ou seja, para uma economia se tornar financeiramente frágil é necessária uma parcela grande de firmas assumindo posturas especulativas e Ponzi.

Como argumenta Minsky (1986, p.234), a fragilidade financeira do sistema como um todo depende do tamanho e da força das margens de segurança agregadas, e da probabilidade de ampliar distúrbios iniciais. Em sistemas em que predominam posturas Ponzi, por exemplo, o compromisso contratual de uma unidade é o fluxo de caixa de outra. Nesses sistemas, o risco de contágio de solvência entre unidades econômicas é muito maior, de forma que se amplificam os distúrbios iniciais (1986, p.244). Em sistemas em que predominam posturas Hedge, por exemplo, a insolvência de uma firma Hedge raramente vai impactar significativamente o fluxo de caixa de outra firma Hedge, ao ponto de gerar insolvência na segunda firma.

Minsky formula então a HIF, segundo a qual as economias de mercado guiadas por decisões racionais dos agentes econômicos possuem uma tendência endógena a se transformarem em sistemas financeiramente frágeis. Os agentes respondem ao desequilíbrio com mais fontes de desequilíbrio. A estabilidade é inerentemente desestabilizadora. Isso ocorre porque, endogenamente, a parcela de firmas assumindo posturas especulativas e Ponzi tende a aumentar, conforme a economia está em estabilidade e em expansão.

Em período de expansão, as firmas e bancos estão otimistas e buscam oportunidades lucrativas, aceitando posturas financeiras mais arriscadas. Durante a expansão, a fragilidade financeira aumenta, expondo o sistema à possibilidade de crise. Essas possibilidades podem decorrer de aumentos de taxa de juros, de fluxos de caixa efetivos menores que os esperados, contração do financiamento por parte dos emprestadores, ou a insolvência de uma firma ou um banco. É normal, por exemplo, que a autoridade monetária eleve a taxa de juros em períodos de expansão, para tentar desaquecer a economia. A existência do financiamento não só permite a aceleração da expansão, como cria o combustível para o possível colapso das firmas financiadas.

Essa situação de investimento crescente e fragilidade crescente é o que Minsky caracteriza como o Boom de investimento. A quebra do Boom de investimento ocorre, porém, quando há uma mudança na taxa de juros suficiente para tornar inadimplentes firmas especulativas e Ponzi, por exemplo. Fica claro que, quanto maior a fragilidade financeira do sistema, menor precisa ser um choque exógeno de taxa de juros para desencadear uma crise financeira de inadimplências, queda nos preços dos ativos, falências e recessão. A seriedade da crise, se ela será duradoura e severa, ou se será rápida e não-traumática, depende da liquidez vigente no sistema, do tamanho do Estado e da atuação do emprestador de última instância.

Como afirma Wray (2016, p.32), é normal que a autoridade monetária eleve a taxa de juros em períodos de expansão, para tentar desaquecer a economia. De Paula (2011, p.49) destaca que o sucesso de uma política monetária restritiva, sem se tornar um choque produtor de instabilidade, depende do grau de fragilidade financeira da economia. Frente a um aumento nos juros, uma economia robusta, dominada por agentes com postura Hedge, a política monetária restritiva pode afetar os lucros e pode reduzir os gastos, mas não afetaria significativamente o valor dos compromissos financeiros. Já numa economia frágil, em que a maioria dos agentes assume postura especulativa ou Ponzi, uma elevação dos juros afetaria diretamente o valor de seus compromissos financeiros, o que pode inviabilizar o pagamento das dívidas de forma generalizada, gerar uma crise de insolvência e desencadear uma crise financeira.

## 2 – Implicações: *Big Bank* e a Política Monetária

Desde seus primeiros trabalhos sobre o ciclo econômico, mesmo antes de formular a HIF propriamente dita, Minsky já reconhecia que instituições funcionavam como restrições ao ciclo, como tetos e pisos, impedindo a dinâmica de se tornar explosiva. Como aponta Wray (2016, p.33), as duas principais instituições que restringem o ciclo são, para Minsky, o *“Big Government”* (Tesouro Nacional) e o *“Big Bank”* (Banco Central). O Tesouro estabiliza a economia via orçamentos anticíclicos, ou seja, os gastos aumentam e os impostos diminuem na recessão, enquanto que os gastos diminuem e os impostos aumentam na expansão. O Banco Central atua no controle das condições financeiras, podendo, por exemplo, restringir os empréstimos bancários na expansão. Para Minsky, inovações das instituições financeiras vão sempre contornar limitações e restrições impostas pelo Banco Central de forma que, majoritariamente, o Banco Central deve atuar como emprestador de última instância.

Quando ocorre uma crise financeira, o Banco Central deve evitar que ocorra uma crise de liquidez na economia, ou seja, deve emprestar para qualquer instituição financeira que precise de liquidez para pagar resgates. Uma crise de liquidez pode desencadear uma crise de solvência. A função da autoridade monetária é prover empréstimos para pagar resgates, impedindo uma corrida bancária e evitando assim que a instituição com problema de liquidez tenha que vender ativos para honrar e pagar tais resgates. Por isso, é fundamental a atuação do Banco Central como emprestador de última instância, já que:

“(…) it is always the central bank in its role as lender of last resort that provides the ultimate source of liquidity for the banks that are regulated and insured. And it is these banks that provide the ultimate liquidity to the rest of the financial system, which in normal times does not have access to the central bank.” (LEVY, 2012, p.10)

Mas, como essa atuação de emprestador de última instância deve ser feita? Minsky sempre advogou em defesa da utilização da janela de redesconto do Banco Central. Ao utilizar esse instrumento, o Banco Central é capaz de avaliar o balanço dos bancos comerciais sempre que estes quiserem reservas emprestadas, avaliando a capacidade de pagamento da instituição, a posição em ativos, o grau de alavancagem, da mesma forma que um banco comercial avalia seus clientes. O Banco Central, então, avaliaria se e quais ativos do banco seriam bons colaterais para o empréstimo de reservas. Esse instrumento, diferente das operações de mercado aberto, permite que o Banco Central examine de perto os bancos e suas práticas, melhorando a supervisão e a regulação (WRAY, 2016, pp.21-22). Adicionalmente, Minsky advogava que esse instrumento deveria ser estendido não só para os bancos comerciais, mas para instituições financeiras não-bancárias (apud, pp.33-34).

A atuação do Banco Central, na tentativa de controle de crédito via volume de empréstimos bancários, era desacreditada por Minsky. Simplesmente impondo uma restrição de compulsórios, por exemplo, a autoridade monetária não seria eficaz em restringir o crédito se houver disposição a emprestar dos bancos. Estes buscariam algum tipo de inovação financeira, um tipo de depósito especial que não tenha requerimentos de compulsório, ou algo similar para buscar oportunidades lucrativas. Para o Banco Central influenciar os empréstimos bancários ele precisa afetar as decisões dos emprestadores de emprestar, e dos tomadores de tomar crédito, como por exemplo aumentando os requerimentos de colateral (WRAY, 2016, p.29).

Uma alternativa para restringir os empréstimos bancários é via aumento de taxa de juros, operando com metas para taxa de juros do mercado interbancário. Esse instrumento, ao afetar a taxa básica de juros, que pode ter efeitos nas condições financeiras das firmas e dos bancos, como vimos na sessão anterior. Aumentos de taxas de juros podem tornar insolventes firmas Ponzi, por exemplo, ou impedir que firmas em postura especulativa refinanciem sua posição. Esse instrumento é, portanto, uma fonte adicional de choques financeiros.

Em suma, na abordagem Minskyana, definitivamente a utilização de taxa de juros como instrumento de política monetária possui potenciais efeitos danosos ao sistema financeiro. A autoridade é de extrema importância em limitar a instabilidade financeira, mas não via política de taxa de juros. Como advoga Minsky, para cumprir a função de emprestador de última instância a autoridade monetária deve suprir reservas bancárias por meio da janela de redesconto. Essa é, porém, uma estratégia reativa, ou seja, é uma política a ser tomada quando uma crise começa a se desencadear. Mas como vimos, uma crise se desencadeia ao final de um processo endógeno e racional de aumento da fragilidade financeira. É preciso, também, atuar preventivamente para conter a fragilidade crescente da economia capitalista, e para isso necessita-se de regulação macroprudencial dinâmica e reformas estruturais. Como exposto por Kregel:

“The need for lender of last resort intervention follows from an explosive growth of speculative finance and the way in which speculative finance leads to a crisis prone situation. To avoid this, institutional reforms that constrain corporate external finance and the capabilities of banks and other financial institutions to support explosive situations may be needed.” (KREGEL, 2010, p.10)

## 3 – Alternativas: Regulação, Supervisão e Reformas

A regulação sempre esteve presente no trabalho de Minsky e é um dos pilares das suas recomendações de políticas para promover estabilidade econômica. Segundo Kregel (2014, p.4), uma das principais características da abordagem minskyana para regulação financeira é que esta deve ter seus impactos analisados de acordo com as condições econômicas correntes, às transformações institucionais, etc. Minsky propõe uma regulação que capture elementos dinâmicos. Minsky reconhecia que o capitalismo possui uma natureza dinâmica e que não existe solução de equilíbrio estática e definitiva. A política econômica deve responder continuamente e até antecipar mudanças na estrutura institucional. Por exemplo, novas regulações levam à arbitragem regulatória e à criatividade dos agentes em criar novas condições e estruturas, de forma que a nova regulação precisará ser alterada (TYMOIGNE, 2008, pp.19-21).

Minsky propôs um método de avaliação do sistema bancário que chamou de método “orientado para os fluxos de caixa”, reconhecendo a importância da distribuição dos fluxos de caixa no tempo e a habilidade das instituições financeiras liquidarem seus colchões de segurança. Para melhor entender essa proposta, vamos examinar o que é a atividade bancária para Minsky.

A firma bancária é uma firma que busca lucro como qualquer outra. Existem duas restrições à busca por lucro: a restrição de liquidez e a restrição de solvência. Essas duas restrições valem para firmas não bancárias também, porém são muito mais severas na firma bancária. A restrição de liquidez se refere à habilidade de pagar suas dívidas quando devidas, enquanto que a restrição de solvência se refere à existência contínua de riqueza líquida positiva. Há outras restrições como restrições legais, mas dadas essas, a firma bancária visa maximizar lucro, sujeita às restrições de liquidez e de solvência, como qualquer outra firma (WRAY, 2016, p.141).

Mas, por que tais restrições são mais severas para os bancos do que para firmas não-bancárias? Primeiro, porque os bancos adquirem ativos de médio e longo prazos como os empréstimos bancários, emitindo passivo de curto prazo, como os depósitos bancários. Além disso, bancos operam com baixíssima margem de capital para se proteger contra perdas. Essas duas características tornam a restrição de liquidez mais severa para os bancos. Já a restrição de solvência torna-se mais severa porque os bancos se financiam com dívida que eles próprios emitem, os depósitos, fazendo a razão capital-ativo ser baixa, ou seja, incorrendo em elevado grau de alavancagem. Dessa forma, uma pequena redução no valor dos ativos do banco pode fazer com que o valor dos ativos fique menor que o valor do passivo, gerando riqueza líquida negativa (WRAY, 2016, p.144).

Dadas essas restrições da atividade bancária, o que faz um banco ser bem sucedido? A capacidade de avaliar a credibilidade (*creditworthness*) dos tomadores. O banco só é bem sucedido se o tomador de crédito for bom pagador, pagar os juros e o principal. Como os bancos operam muito alavancados, como vimos, basta uma pequena queda no valor do ativo do banco para gerar um problema de solvência. Ou seja, o banco não pode incorrer em muitos *defaults*. Então, o banco precisa encontrar soluções para mitigar o risco de inadimplência. Wray (2016, p.164) apresenta seis possíveis soluções para a mitigação do risco de inadimplência: (i) os bancos desenvolvem expertise em avaliar a credibilidade dos clientes; (ii) os bancos desenvolvem relacionamento com os clientes; (iii) os bancos mantêm reservas de liquidez e de capital para perdas inesperadas; (iv) os bancos mantêm uma parcela do ativo em ativos líquidos que podem ser vendidos rapidamente, como títulos; (v) os bancos podem recorrer à autoridade monetária para aumentar suas reservas de segurança, e (vi) os bancos têm seus depósitos garantidos pela autoridade monetária, o que evita corridas bancárias frente a um *default*.

Então, para um banco ser bem sucedido, alcançar lucros positivos, mantendo sua atividade e sem comprometer outras atividades financeiras e produtivas, é preciso boa capacidade de avaliação de credibilidade. A autoridade monetária e/ou a regulação devem promover boa capacidade de avaliação de credibilidade. Isso acontece quando o banco está exposto a riscos de longo prazo. Se os bancos conseguem securitizar os riscos, estes não precisam ter boa capacidade de avaliação (WRAY, 2015, p.151). Se os bancos não precisam dessa capacidade de avaliação vão manter em carteira incorrer em qualquer tipo de ativo, até mesmo mais arriscados.

Mas esse tipo de supervisão seria papel da autoridade monetária? Como exposto por Kregel (2010, p.8), Minsky já notava para um possível conflito entre o papel da autoridade monetária, como entidade provedora da estabilidade financeira e como estabilizador da atividade econômica. Numa economia financeiramente desenvolvida, a elevada e constante demanda por financiamento faz com que a autoridade monetária perca controle sobre o volume e a direção do crédito, já que muitos dos serviços financeiros são deslocados para instituições fora da supervisão da autoridade monetária. Frente a uma política monetária contracionista, buscando limitar a expansão do crédito para reduzir a demanda agregada e estabilizar a economia, as instituições financeiras criam inovações para suprir a existente demanda por financiamento, inovações estas que criam estruturas financeiras mais instáveis, pois são procedimentos não regulados. Minsky conclui que, não só a tentativa de restringir o crescimento da demanda, via limitação do crédito, reduz a eficácia da política monetária, como aumenta a possibilidade de ocorrência de crises financeiras.

A partir dessa conclusão o autor argumenta que é preciso uma reforma estrutural na função da autoridade monetária. Deve haver uma reorientação da função da autoridade monetária. O objetivo primário de prover estabilidade macroeconômica de curto prazo (preços e hiato do produto) deve ser substituído por duas diretrizes: (1) prover liquidez para o crescimento econômico, e consequentemente impedir crises de liquidez na economia, e (2) manter a estabilidade de todo o sistema financeiro, não só bancário. A diretriz (1) seria cumprida pela função de emprestador de última instância. A diretriz (2) seria cumprida com a análise e exame dos balanços patrimoniais de todas as instituições financeiras via operações na janela de redesconto, em substituição às operações de mercado aberto. Em síntese, o papel da autoridade monetária como regulador de curto prazo da economia deve diminuir, enquanto que o papel de emprestador de última instância deve ganhar mais importância (KREGEL, 2010, p.9 e 10).

Minsky acreditava que a função do sistema financeiro era prover o “desenvolvimento de capital” da economia em sentido amplo. Esse era o objetivo de seu projeto de pesquisa no Levy Institute na década de 1990, antes de seu falecimento: reformar o sistema financeiro para reorientar o sentido do financiamento do desenvolvimento de capital da economia que inclui infraestrutura, bens de capital, capital humano, etc.. Para tal reorientação, Minsky argumenta, que seria preciso não só o papel da autoridade monetária como supervisor direto dos balanços e das atividades financeiras, e como emprestador de última instância são fundamentais, mas também uma série de reformas estruturais (WRAY, 2016, p.151)

Minsky defendia que bancos pequenos e médios eram mais lucrativos e mais voltados para bons relacionamentos do que instituições grandes e conglomerados, pois conhecem seus clientes e são capazes de fazer boa avaliação de crédito, ao contrário desses últimos. Assim sendo, defendia uma reforma em prol de pequenos e médios bancos comunitários, mas permitindo que cada instituição fornecesse um leque de serviços financeiros suficientes para sua demanda. Não seria necessária a segregação de instituições por atividades ou serviços. Porém, como vimos, para uma boa avaliação de crédito ser feita é preciso que a instituição esteja exposta ou sujeita ao risco, de forma que mecanismos mitigadores de risco, como a securitização dos anos 1990 e 2000, devem ser regulados e eliminados. Descentralização, incentivo a instituições menores e manutenção da exposição ao risco seriam reformas capazes de reorientar as finanças de volta para bancos “de relacionamento”, consequentemente promovendo melhor o desenvolvimento de capital da economia. Um sistema financeiro reorientado dessa maneira seria muito mais robusto e estável do que um sistema financeiro orientado para administração de fundos e finanças especulativas pela busca de retornos elevados (WRAY, 2016. pp.177-179).

## 4 – Considerações Finais

Como tratado nas seções anteriores, a utilização da política monetária por meio da taxa básica de juros poderia até ser efetivas na mitigação da fragilidade financeira, no sentido que podem restringir novos investimentos de engajarem em posturas financeiras mais frágeis, apesar de que inovações financeiras e outros métodos de financiamento podem contornar tal efeito. Porém, tal política é extremamente perversa, pois pode afetar as condições de financiamento dos projetos existentes, podendo acarretar em problemas de solvência e até em crises financeiras, caso a economia já esteja numa posição financeiramente mais frágil. Ou seja, é a causa de distúrbios financeiros, problemas de solvência. É a causa da instabilidade. Ademais, quanto mais frágil estiver o sistema financeiro, menor precisa ser a variação da taxa de juros para acarretar em problema de solvência.

A fragilidade financeira consiste na suscetibilidade da economia sofrer e amplificar choques, gerando instabilidade financeira. Ou seja, envolve o grau de interconexão dos balanços financeiros, o grau de alavancagem das instituições, a capacidade das instituições de resolver potenciais problemas de liquidez e solvência, etc. Uma das funções da autoridade monetária para diminuir a fragilidade financeira é atuar como emprestador de última instância, para impedir que crises de liquidez se difundam, tornando-se crises de solvência e crises financeiras em larga escala. Essa função, porém, é uma função reativa, em que a autoridade monetária atua posteriormente a um distúrbio, dado que existe fragilidade financeira e possibilidade de amplificação desse distúrbio.

A autoridade monetária deve atuar, também, com o intuito de impedir o crescimento da fragilidade inerente. Ela o faz supervisionando as instituições financeiras e seus balanços, não só no setor bancário. Essa supervisão é feita via janela de redesconto, e a autoridade monetária deve focar na avaliação do fluxo de caixa no tempo, do ativo das instituições, avaliando boas e arriscadas práticas e capacidade de pagamento do passivo. A autoridade, ao realizar essa supervisão, pode condicionar auxílio e provimento de liquidez a balanços menos arriscados, a ativos menos alavancados, da mesma forma como um banco emprestador condiciona seus empréstimos a determinadas características do ativo do tomador. Essa supervisão e essa consequente regulação, imposição de regras e limites, devem ser dinâmicas, avaliando possíveis mudanças nas atividades, arbitragem regulatória, etc.

Outra forma de mitigar o crescimento da fragilidade inerente é promovendo reformas estruturais em prol de bancos “de relacionamento”, pequenos bancos comunitários com leque de serviços financeiros necessários para sua demanda local, sujeitos e expostos a riscos de longo prazo. Assim promove-se boa avaliação de crédito e direcionam-se as finanças em prol do desenvolvimento do capital da economia, e não para fundos financeiros engajados em finanças especulativas em busca de retornos elevados. Dessa forma, o sistema financeiro se torna menos frágil e mais estável.

Podemos concluir que, na visão minskyana, a condução da política monetária via taxa de juros não é uma maneira de conter instabilidade financeira, podendo até ser causador desta. A política monetária deve ser redirecionada para a janela de redesconto, em que a autoridade monetária atua como emprestador de última instância. Mas, para conter a fragilidade financeira endogeneidade crescente na economia, a autoridade monetária deve realizar supervisão e regulação macroprudencial dinâmica, assim como deve promover reformas estruturais no sistema financeiro para torná-lo mais robusto.

# REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CARVALHO, F.C. “Mr. Keynes and the Post Keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy”. Edward Elgar: Aldershot, 1992.

DE PAULA, L.F. “Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia: uma abordagem pós-keynesiana”. *Tese de Professor Titular*. UERJ, Rio de Janeiro, 2011

KEYNES, J. M. *A Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda*. São Paulo, Abril Cultural, (1936) 1996.

KREGEL, J. “Minsky Moments and Minsky’s Proposals for Regulation of an Unstable Financial System”. In: *19th Annual Hyman P. Minsky Conference*, New York, 2010

KREGEL, J. “Why Raising Rates may Speed the Recovery”. *Levy Economics Institute of Bard College Policy Note*, No 2014/6, 2011.

KREGEL, J. “Minsky and Dynamics Macroprudential Regulation”. *Levy Economics Institute of Bard College Public Policy Brief*, No 131.14, 2014.

LEVY ECONOMICS INSTITUTE OF BARD COLLEGE. “Using Minsky to Simplify Financial Regulation”. *Levy Project Report*, April 2012.

MINSKY, H. P. “John Maynard Keynes”. McGraw-Hll, (1975) 2008.

MINSKY, H. P. “Stabilizing an Unstable Economy”. McGraw-Hll, (1986) 2008.

SARAIVA, P. J. ; DE PAULA, L. F. ; MODENESI, A. M. Crise financeira americana e as políticas monetárias não-convencionais. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 26, n. 1 (59), p. 1-44, abr. 2017

TYMOIGNE, E. “Minsky and Economic Policy: Keynesian All Over Again?”. *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper,* No 547, 2008.

WRAY. L. R. “Why Minsky Matters: An Introduction to the Work of a Maverick Economist”. Princeton University Press, Princeton, 2016.

1. Mestrando do Programa de Pós-Graduação em Economia do IE-UFRJ. [↑](#footnote-ref-1)
2. Doutorando do Programa de Pós-Graduação em Economia do IE-UFRJ [↑](#footnote-ref-2)
3. Apesar da taxa de juros real certamente poder ser negativa, contanto que a taxa de inflação exceda a taxa nominal de juros. [↑](#footnote-ref-3)
4. Ainda que existam outras restrições para aumentos sucessivos da taxa de juros (como expansão da dívida pública, valorização cambial e, conforme enfatizado no presente artigo, crises financeiras). [↑](#footnote-ref-4)
5. Não será discutido, portanto, qual deve ser o *nível* da taxa de juros. Uma vez entendidas as consequências desse artigo, o nível da taxa de juros é assunto para discussões futuras. [↑](#footnote-ref-5)