

# O “MOMENTO MINSKY”

## A presença de Minsky

Márcia Pinheiro

*Valor Econômico*, 31/07/2009

Imagine-se o mundo sem bancos centrais. Sem o Federal Reserve. Não haveria políticas monetárias. Não teria havido Alan Greenspan, que não teria mantido os juros baixos por um tempo talvez excessivo. Wall Street não teria feito a festa especulativa que fez. Não teria acontecido o grande "boom" imobiliário americano, nem a crise dos empréstimos "subprime". E Hyman Philip Minsky (1919-1996) não teria o que fazer, com seus escritos, como explicador da desestabilização financeira que virou a economia global de pernas para o ar. Não se teria falado, portanto, em "Momento Minsky", como ficou conhecido aquele ponto em que se dá a virada da bonança em mercados financeiros movidos a crédito fácil para o pânico em que ninguém quer emprestar para ninguém e os ativos passam a valer tanto quanto pó. O fato é que em agosto, mesmo que muita gente admiradora dos mercados absolutamente livres fique contrariada, não faltará quem lembre que, nesse mês, em 2007, o Momento Minsky estava em sua plena exposição de realidade keynesiana.

O mês é o de preferência de Paul McCulley, diretor-gerente da Pacific Investment Management Company (Pimco), que criou a expressão Momento Minsky em 1998, durante a crise da dívida russa. Mas ele admite que também se poderá encontrar o Momento Minsky um tanto antes ou depois. O economista André Luís Cabral de Lourenço, professor da UFRN, estudioso da Hipótese de Instabilidade Financeira, desenvolvida por Minsky, acha que agosto de 2007, quando a crise se tornou mais evidente, com violenta contração do crédito, pode ser uma escolha, mas também entende que se podem ver vários Momentos Minsky e que talvez seja mais apropriado falar em um contexto ou em um cenário Minsky (ver pág.14).

Depois de anos em que suas ideias tiveram pouco destaque, Minsky voltou a ser mencionado em artigos e conferências. Recentemente, durante o seminário "Bancos Públicos - Financiamento ao Desenvolvimento e Regulação Bancária", organizado pelo Valor, o presidente do BNDES, Luciano Coutinho, também professor da Unicamp, citou Minsky várias vezes, ao comentar as origens e os desdobramentos da crise financeira americana, e defender a ampliação dos poderes dos bancos centrais e da regulamentação geral dos sistemas financeiros como forma de evitar a formação e a expansão de bolhas especulativas, até onde possível (a propósito: Minsky não via a ação estatal como capaz de estabilizar definitivamente a economia capitalista).

Minsky é um dos pensadores mais caros aos economistas não ortodoxos. Nascido em Illinois, obteve graduação em Ciências na Universidade de Chicago, mestrado e doutorado em administração pública em Harvard, onde foi discípulo de Joseph Schumpeter e Wassily Leontief. Ensinou nas universidades Brown, da Califórnia e Washington. Aposentado em 1990, continuou a escrever e a lecionar no Levy Economics Institute. Do mestre Keynes, Minsky fez uma releitura criativa em seu livro "John Maynard Keynes" (1975), no qual propõe uma nova interpretação de questões relacionadas ao investimento, de inspiração keynesiana, mas com maior ênfase nos

fatores determinantes de caráter financeiro. É nesse livro, aliás, segundo Lourenço, que ganham maior consolidação as bases teóricas essenciais da Hipótese de Instabilidade Financeira desenvolvida por Minsky.

Em outro economista americano também "redescoberto" por causa da crise, Irving Fisher (1867-1947), contemporâneo e amigo de Keynes (que o chamou de "bisavô" de suas próprias ideias), não é difícil encontrar similaridades com as análises de Minsky a respeito da instabilidade financeira que seria inerente ao sistema capitalista. Um pouco mais distante, mas também sugerindo premissas a Minsky, está o polonês Michal Kalecki (1899-1970).

Minsky começou a frequentar as colunas de formadores de opinião, com mais assiduidade, no ano passado. Em setembro de 2008, Martin Wolf, o principal comentarista econômico do "Financial Times", sustentou que Minsky sempre esteve certo em sua análise da instabilidade da economia. "Um longo período de rápido crescimento e juros e inflação baixos levaram a grande complacência e vontade crescente de se tomar riscos", escreveu Wolf.

Minsky foi um seguidor "fenomenal" de Keynes na área macroeconômica, segundo Nelson Barbosa, secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda. O argumento mais importante de Minsky, que revela toda sua atualidade, é "a concepção do processo de fragilização dos sistemas financeiros", diz Fernando Cardim de Carvalho, professor da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Para Minsky, as distorções que engendram crises são geradas espontaneamente pelos mercados, mais especialmente nos períodos de maior prosperidade.

É a "estabilidade instável". Ou seja, a experiência de estabilidade faz com que os agentes privados se tornem complacentes e diminuam as margens de segurança em suas transações, expondo-se cada vez mais a riscos. Por isso, até mesmo um pequeno choque é suficiente para fazer o castelo de cartas desmoronar. "Uma dimensão central dessa complacência é a disposição de se expor ao risco dos juros, fazendo dívidas de curto prazo para a aplicação em ativos de longo prazo, com ganhos nos 'spreads' da curva de rendimentos", diz Carvalho. Está dada a receita do colapso: com o aumento da alavancagem, mesmo pequenos choques adversos são fatais.

O grande mérito desses pensadores - Keynes, Minsky, Fisher, Kalecki - foi trazer de volta o conflito distributivo à pauta das políticas públicas, afirma Barbosa, da Fazenda. Houve uma revitalização da economia política. "Não basta controlar a inflação. Passou-se a discutir não se o Estado deveria investir, mas quanto", diz o secretário.

Barbosa bate na tecla que não há modelo único. "Os arranjos possíveis são múltiplos. Claro que nem todos são de equilíbrio. Mas não é possível mais pensar que exista só um PIB potencial ou um determinado nível de juros."

Conselheiro informal do presidente Lula, Luiz Gonzaga Belluzzo diz que a obra de todos esses economistas constitui o repertório anticíclico. "Há a percepção de que a economia capitalista se move em torno de um mercado complexo e a ação pública é redutora da complexidade", afirma. Belluzzo não descarta que o pensamento conservador ressuscite, por ter uma plateia numerosa e influente. "São os mesmos que em crises bradam para que sejam salvos pelo Estado."

A tendência de recuperação do papel do investimento público foi nítida desde a primeira gestão do presidente Lula. "Não se limita à política anticíclica, mas estrutural", alerta Belluzzo. Por muito tempo, esse papel no Brasil foi desempenhado pelas estatais. Hoje, o orçamento é a ferramenta principal. "É um equívoco sustentar que o investimento público afugenta o privado. São complementares. Em vez do 'crowding out', deveria prevalecer o 'crowding in' keynesiano."

Leda Paulani, professora da Universidade de São Paulo (USP), vai mais longe. Além de Keynes, ela diz que houve uma necessária, ainda que tardia, revisita aos escritos de Karl Marx. Não por acaso, "O Capital" foi reeditado na Alemanha e rapidamente sumiu das prateleiras. É de Marx a constatação de que a economia capitalista se move por crises.

O pensamento de Marx não é para se por em prática. É um instrumental de análise. Seus textos são excelentes fontes para o diagnóstico de como as situações de crise são geradas, diz Paulani. Já Keynes e Minsky são um prato cheio para os administradores públicos, por não economizarem em receitas de políticas econômicas, para manter o pleno emprego de recursos, com o controle das atividades financeiras.

A professora diz que a redescoberta desses autores, tão benquistos pelos economistas denominados desenvolvimentistas, não deveria causar espanto. "Os Estados Unidos praticam o keynesianismo há uma década. As medidas de [Barack] Obama apenas explicitaram o caráter intervencionista do governo americano na economia." Segundo Leda, no Brasil, as pontas mais visíveis do pensamento do autor da "Teoria Geral" são o Programa de Aceleração Econômica (PAC) e o pacote de estímulo à construção, pelo forte efeito multiplicador no nível de emprego.

Para Simão Silber, da Universidade de São Paulo (USP), seguidor de outras paragens conceituais, o grande nome pouco lembrado atualmente é Irving Fisher, que tem uma explicação alternativa à de Keynes sobre a crise. "Ele explica a crise pela deflação de ativos e aumento real das dívidas." Mesmo com juros nominais próximos de zero, a crise de crédito manifestou-se abertamente nos Estados Unidos 2008, da mesma forma que em 1933.

De acordo com Silber, ao contrário do cardápio keynesiano, o fisheriano sustenta que de nada vale a política fiscal. A ordem para evitar o pior é não deixar os preços caírem, sanear o sistema financeiro e reduzir dramaticamente a concessão de crédito, para que a recessão não se aprofunde.

Alargando o leque da literatura, Barbosa, da Fazenda, reintroduz os autores que fizeram a ponte entre a economia e a psicologia. Seus favoritos são Herbert Simon, Daniel Kahneman, Robert Shiller e Matthew Rabin, que, grosso modo, defendem que a rotina da satisfação pode superar, na dinâmica da economia, a maximização do lucro. "Não há mais o predomínio das expectativas racionais. Os objetivos hoje são fundamentalmente do bem-estar aliado às decisões econômicas."

Belluzzo enxerga algum avanço, mas não muito, no governo Lula em direção às políticas não neoliberais. No primeiro mandato, houve uma sensível redução da vulnerabilidade externa do país, "ajudada pelas mudanças estruturais no mundo". Segundo o economista, o trabalho "foi muito bem feito e até o conservadorismo do Banco Central contribuiu para a maior solidez".

As políticas sociais compensatórias, como o Bolsa Família, foram outro grande passo adiante, na visão de Belluzzo. Ele nota que tais práticas foram criticadas tanto pela direita como pela esquerda, uma vez que, para estes últimos, somente a criação maciça de empregos resolveria a questão social. Por fim, com o PAC, vê-se uma recuperação do papel do investimento público.

Em que pese a volatilidade do "in and out", sobe e desce, quando se trata de economia, o fato é que os pensadores contemporâneos estão mais afeitos a políticas que combinem o que de melhor a história do pensamento econômico produziu. Atualmente, há um outro consenso latente, ainda sem nome, uma vez que governos e instituições multilaterais têm convergido para uma visão mais intervencionista e menos ideológica a respeito das virtudes do mercado.

Hoje, a bíblia é outra: "Uso mais agressivo de políticas fiscais para sustentar a demanda agregada, lançar mão de meios não convencionais para expandir a liquidez da economia e endurecer a regulação financeira, pois a hipótese dos mercados eficientes, tão cara ao pensamento mais ortodoxo, levou ao desastre", sintetiza Cardim, da UFRJ. Do lado neoclássico, dito ortodoxo, afirma-se o contrário: a crise aconteceu por que o governo americano, via Fed, interferiu no que seria a dinâmica natural dos mercados, facilitando a especulação e a expansão da grande bolha financeira.

O fato é que boa parte das posições reformistas têm-se originado nos Estados Unidos, o que não é pouca coisa. Ainda vai demorar para o mundo assistir ao decantado declínio do império americano. Profecia improvável, aliás. O país continua a ser o paradigma fundamental quando o assunto é economia, para o bem ou para o mal.

## **De repente, um momento de provação para o capitalismo**

Cyro Andrade

*Valor Econômico*, 31/07/2009

É regra essencial do capitalismo: sem risco não há recompensa. Mas pode haver momentos em que ninguém quer correr riscos. É quando os mercados param. É o capitalismo em transe. É um "Momento Minsky". Nesse instante, os preços dos ativos, inflados por especulação levada a extremos de risco, até então abrigada numa bolha que parecia não conhecer limites de expansão, desabam, tornando imperiosa a desalavancagem. É a hora do pânico. Tempos de ganhos fáceis, que pareciam estabelecidos em absoluta perenidade, ficam para trás.

Hyman Philip Minsky explica essa transição cíclica da bonança para o desastre com sua Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF), constituída por estas proposições principais, listadas pelo economista André Luís Cabral de Lourenço em artigo que escreveu em 2005 ("O pensamento de Hyman Minsky: Alterações de percurso e atualidade"): (1) uma economia capitalista que possui um sistema financeiro sofisticado, complexo e em contínua evolução alterna períodos de comportamento estável com períodos turbulentos/caóticos: (2) esses comportamentos são endógenos à economia capitalista,

pois decorrem da busca de interesses próprios pelos agentes e podem ser gerados mesmo a partir de situações de estabilidade; (3) os períodos turbulentos/caóticos podem assumir a forma de inflações interativas, bolhas especulativas ou deflações de débitos inter-relacionadas; (4) à medida que essas turbulências se estabelecem, vão adquirindo movimento próprio, que, porém, tenderá a ser revertido (por restrições colocadas por instituições, por políticas que afetem a estrutura institucional ou mesmo por autoorganização dos mercados); (5) surgem, assim, condições propícias à emergência de um novo regime de estabilidade; (6) é provável que esse novo regime se caracterize por baixo nível de atividade econômica, mas a busca do interesse próprio pelos agentes acabará por gerar um novo ciclo expansivo, acompanhado de nova onda especulativa; (7) com o passar do tempo, novos regimes de expansões incoerentes e contrações desastrosas se sucederiam.

Minsky se orientava, no dizer de Lourenço, por "um princípio organizador, uma visão pré-analítica", que fazia a ponte de sua identificação com a essência do pensamento de Keynes. Para Minsky, "a economia de Wall Street" - correspondente às forças financeiras mostradas por Keynes em interação com a produção e o consumo para determinar o produto, o emprego e os preços - explicaria tudo, inclusive a instabilidade do sistema capitalista.

Na crise financeira nascida dos excessos de especulação nos Estados Unidos, quando se dá o Momento Minsky?

Paul McCulley, diretor-gerente da Pacific Investment Management Company (Pimco), que inventou a expressão quando da crise da dívida russa, em 1998, acha que foi em agosto de 2007. No dia 9, o medo paralisou os mercados de crédito no mundo, como se viu quando o BNP Paribas, terceiro maior banco francês, anunciou que suspendia o resgate de três fundos por que não conseguia avaliar o preço dos seus ativos.

Ao Valor, Lourenço disse que, "mais importante que datar com precisão o início da crise é lembrar que, para Minsky, esta é apenas a manifestação ruidosa de um silencioso (e muito antecedente) processo de fragilização financeira". Este seria um fenômeno recorrente na história da economia mundial, que se desenvolveria nas fases de expansão do ciclo de negócios que comumente antecede a crise. "É claro que vários elementos específicos podem ter transformado o que seria uma crise cíclica 'normal' em uma crise aparentemente mais pronunciada: a desregulamentação financeira (ativa e passiva), as inovações financeiras associadas à securitização das hipotecas, as políticas empregadas no tratamento da bolha financeira anterior, e assim por diante. Todos esses elementos constituem, por assim dizer, 'momentos Minsky'. Então, talvez fosse mais apropriado falar em um 'contexto' ou em um 'cenário Minsky', cuja construção, alicerçada nesses elementos, foi obra de anos."

No lado não keynesiano do pensamento econômico afirma-se que, ao contrário do que o modelo de Minsky pode sugerir, não há nada de errado com o capitalismo. O que não dá certo, e provoca situações de crise como a originária do fabuloso "boom" hipotecário americano, é a ingerência do governo, através, por exemplo, de políticas monetárias lenientes, como a praticada pelo Fed de Alan Greenspan.

Na verdade, explica Lourenço, "no campo liberal, à direita, acredita-se que as crises financeiras refletiriam comportamentos privados distorcidos pela expectativa de ação

estatal". Ou seja, "a expectativa de que o Estado salvaria as empresas financeiras em caso de crise as levaria a agir de forma distorcida, anormalmente imprudente, descuidando da análise de riscos e se excedendo na concessão de crédito, na expectativa de obterem maiores lucros". A crise seria, afinal, uma manifestação da inconsistência de tais ações e, na ausência da expectativa de socorro do Estado, tais anomalias - e, portanto, a crise - não ocorreriam. "A solução definitiva para todas as crises financeiras estaria, então, na abstenção de ações de salvamento por parte do Estado, mesmo que ao custo de permitir que a presente crise avançasse ainda mais. Isso por que, em seu caráter supostamente salutar, a crise ensinaria aos agentes econômicos que eles deveriam seguir outro padrão de comportamento, compatível, em tese, com um crescimento econômico estável."

No campo heterodoxo, mais à esquerda, no qual Minsky se situa, a leitura é bem outra. A crise, "entre outros males econômicos", explica Lourenço, constituiria o resultado normal do funcionamento anárquico e inconsistente da economia capitalista liberal, que o mero funcionamento do sistema de preços não seria capaz de solucionar. As empresas não agiriam de forma imprudente por causa apenas da expectativa de ação salvadora do Estado. O próprio sucesso das fases de crescimento, com seus lucros polpudos, "pavimentaria o caminho para o desastre, com a excitação das expectativas e a opção por atitudes financeiras mais agressivas e arriscadas, que explicariam as loucuras financeiras que acompanham a formação das bolhas especulativas e desembocam em crises". Assim, "já que a causa da crise residiria na própria lógica do lucro privado, a abstenção de ação salvadora pelo Estado não seria remédio adequado. Poderia, ao contrário, desestabilizar ainda mais as expectativas e tornaria as crises financeiras mais virulentas e socialmente perversas - e, no limite, mataria o paciente."

Ao contrário de outros economistas de esquerda, lembra Lourenço, Minsky não vê a ação estatal como capaz de estabilizar definitivamente a economia capitalista (que seria inerentemente instável), já que a raiz da instabilidade repousaria na coração do sistema, a lógica do lucro. Qualquer ação estabilizadora teria eficácia temporária, apenas evitando o aprofundamento da crise. "Pior, carregaria em si a semente das crises financeiras futuras, na medida em que não somente sinalizaria um ambiente mais estável para os agentes privados - o qual tende por si só a ganhar mais instabilidade - mas também aumentaria a munição disponível para uso no cassino das apostas especulativas, soprando bolhas futuras, por assim dizer."

A única terapia com mais chance de sucesso - e mesmo assim também temporária - seria uma regulamentação financeira mais forte, que atuasse de forma preventiva, tentando evitar os exageros especulativos. Se essa intervenção der certo, crises financeiras mais severas poderão ser evitadas, tornando desnecessária a ação de salvação financeira direta pelo Estado. "Minsky aponta, porém, a possibilidade de a regulação tornar-se periodicamente insuficiente, pois sua própria existência tende a incentivar a busca, pelas instituições financeiras, de inovações capazes de contorná-la. O cenário, portanto, seria de uma incessante corrida entre a norma do regulador e inovação do regulado, na qual, sempre que o regulado conseguisse abrir muita vantagem, a estabilidade econômica seria posta em risco. Existe também a possibilidade de o regulado ser politicamente poderoso, a ponto de conseguir controlar o regulador."

Essa experiência de cooperação e confronto, ao mesmo tempo, vai entrando em nova fase nos Estados Unidos e outros países centrais, com ensaios de regulamentação mais

restritiva. Começa aí o que poderá ser, então, um novo campo aberto à avaliação das qualidades empíricas das ideias de Hyman Minsky.