

Integração financeira e política monetária ⁽¹⁾

Hyman P. Minsky

Introdução

O presente trabalho é uma aplicação da hipótese de instabilidade financeira à análise dos problemas colocados às políticas fiscal e monetária pela integração financeira internacional. Visto que argumentos de política econômica sempre refletem pontos de partida teóricos de seus proponentes, iniciamos relembrando as principais proposições da hipótese de instabilidade financeira.⁽²⁾

1^a) Uma economia capitalista que opere sem restrições e que possua um sistema financeiro sofisticado, complexo e em contínua evolução, apresenta períodos de estabilidade e períodos de comportamento turbulento e até mesmo caótico. A busca de realização de interesses próprios pelas diversas unidades (operacionais e financeiras) que constituem uma economia capitalista leva, ao longo do tempo, à emergência de condições propícias ao comportamento turbulento e caótico da economia mesmo partindo-se de situações que previamente tenham favorecido uma trajetória estável.

2^a) Portanto, períodos de estabilidade e episódios de comportamento econômico turbulento e caótico são fenômenos endógenos às economias capitalistas.

3^a) O comportamento turbulento e caótico da economia pode assumir a forma de inflações interativas, bolhas especulativas ou profundas deflações de débitos interrelacionadas.

4^a) À medida que processos inflacionários, especulativos e de deflação de débitos se estabeleçam, parecem adquirir movimento próprio. Contudo, exatamente quando o comportamento caótico parece infundável, uma combinação de restrições - impostas por instituições e práticas, por intervenções de política que possam afetar a estrutura institucional e por propriedades de auto-organização dos mercados - cria condições que atenuam os processos incoerentes e que firmam um cenário propício à emergência de um novo regime de estabilidade.

5^a) Esse novo regime de estabilidade pode estabelecer-se com baixos níveis de atividade econômica: é provável que a estagnação caracterize a estabilidade que se segue à turbulência.

(1) Texto apresentado no Ciclo de Seminários “25 Anos de Economia na UNICAMP”, Campinas, ago./nov. 1993. Traduzido do inglês por Otaviano Canuto.

(2) Referências básicas: Fisher (1993); Kindleberger (1978); Minsky (1982) e Minsky (1986). Para uma interpretação de Keynes a partir da hipótese de instabilidade financeira, Minsky (1975).

6^a) Com o passar do tempo, a busca de interesses próprios pelas diversas unidades de uma economia capitalista leva à aceleração da expansão bem como à emergência da especulação e de uma baixa inflação que, também, com o passar do tempo, conduzem a um outro regime de expansões incoerentes e contrações desastrosas.

Tal sucessão de regimes pode ser resumida em duas máximas: é impossível tomar banho num mesmo rio duas vezes e quanto mais as coisas mudam, mais permanecem as mesmas. A primeira enfatiza como a evolução das economias faz com que o presente nunca seja perfeitamente comparável com o passado. A segunda, por sua vez, chama a atenção para o fato do processo evolucionário gerar um padrão cíclico que exhibe algumas configurações invariantes importantes.⁽³⁾

A hipótese de instabilidade financeira está construída a partir da Teoria geral do emprego, dos juros e da moeda (Keynes, 1936), designação demasiadamente ampla para qualificar uma teoria específica das economias capitalistas. A observação que uma das características das economias capitalistas é a coexistência de dois conjuntos de preços marcadamente diferenciados - um relativo à produção corrente e outro aos ativos de capital - é o fundamento do programa de pesquisa da hipótese de instabilidade financeira.⁽⁴⁾

O núcleo analítico da hipótese de instabilidade financeira é o desenvolvimento de um modelo de investimento sob condições capitalistas em que o ritmo dos investimentos depende da relação entre aqueles dois níveis de preços, do financiamento interno derivado dos lucros brutos e dos termos em que o financiamento externo está disponível. Existem duas interfaces entre o financiamento e o processo de inversão: os mercados financeiros participam da determinação do nível de preços dos ativos de capital e da alavancagem de fundos internos tanto para o investimento quanto para a manutenção de ativos em *portfólios*.

Os dois níveis de preços - um pode ser tomado como um índice de preços ao consumidor e o outro como um nível de preços de ações (o *Dow Jones*) - refletem dimensões distintas da economia. Suas variações relativas são algumas vezes suaves e outras radicais. Tais flutuações podem, ainda, transformar qualquer inflação, especulação ou deflação inicialmente suave em um aparentemente interminável comportamento incoerente da economia. A complexidade inerente a uma economia capitalista financeiramente sofisticada (com dois níveis de preços, um complexo de instituições financeiras e múltiplas ligações entre mercados financeiros, de trabalho e de produtos e os fluxos de renda) invalida a assertiva smithiana segundo a qual cada agente, guiado exclusivamente por interesses próprios, é levado - como se fosse conduzido por uma mão invisível - a realizar

(3) Essas idéias reportam-se a Schumpeter (1934) e Minsky (1990).

(4) Duas exposições de Keynes sobre o conteúdo da Teoria geral posteriores à sua publicação, claramente apontam na direção do papel dos dois níveis de preços, Keynes (1937a); Keynes (1937b).

exatamente aquilo que coloca a economia em alguma posição ótima.⁽⁵⁾

Unidades com compromissos de pagamentos denominados em determinada moeda tendem a reagir às quedas dos fluxos de fundos naquela moeda de um modo tal que levam a declínios adicionais em tais fluxos. Situações em que a busca descentralizada de interesses próprios transformam resultados inicialmente desfavoráveis em resultados ainda piores podem ser facilmente construídas: reações de mercado podem acentuar excessos de oferta ao invés de aliviá-los. A metáfora de uma mão invisível que conduz a um resultado benigno não é adequada para uma economia capitalista moderna: a mão invisível dos mercados pode levar a resultados malignos.

Se o ponto de partida para a análise da política econômica é a hipótese de instabilidade financeira então o enfoque das instituições e da política econômica é diferente daquele que nos conduz ao ponto de partida smithiano de uma mão invisível benigna. Enquanto a teoria smithiana afirma que intervenções no funcionamento dos mercados são quase sempre contraproducentes - ou seja, que intervenções de política acentuam ao invés de aliviar as situações iniciais - a hipótese de instabilidade financeira conduz à conclusão que intervenções de política são capazes de impedir ou conter impulsos endogenamente gerados em direção à incoerência.

Se intervenções e instituições adequadas são necessárias para obstaculizar o comportamento incoerente e para refrear a tendência que as economias de mercado apresentam de mergulhar em depressões profundas, o sistema smithiano não pode constituir o núcleo de uma teoria econômica útil. Uma teoria econômica útil necessita demonstrar dois tipos de virtudes: capacidade de identificar instituições e práticas que possam conter ou compensar processos que conduzam a comportamentos incoerentes e capacidade de identificar instituições e intervenções que possam induzir a sustentação de posições próximas do pleno emprego.

1. Bancos centrais enquanto instituições de atenuação da instabilidade

(5) A questão de se mercados descentralizados produzem ordem, anarquia ou, por vezes, uma ou outra é central na teoria econômica. Para um resumo do presente estado da teoria do equilíbrio geral veja-se Ingrao & Israel (1989). Tais autores concluem que a unicidade e a estabilidade do equilíbrio geral não foram demonstradas e a prova da existência de um ponto único de equilíbrio para uma economia de produção e que exista num tempo cronológico depende do pressuposto de previsão perfeita (*perfect foresight*). Esta avaliação (negativa) do conteúdo da teoria do equilíbrio geral pode ser realizada mesmo desconsiderando-se o fato que ela não enfrentou os problemas colocados à análise econômica pela introdução da moeda, dos bancos e do financiamento do investimento e de posições em ativos de capital. A maior complexidade introduzida por tais elementos em um modelo econômico faz com que quaisquer equilíbrios de sistemas complexos sejam tomados como transitórios e não como um atributo estável de uma economia.

Como resultado de sua instabilidade econômica endógena, as economias capitalistas desenvolveram práticas e instituições que intervêm e dominam o comportamento natural dos mercados para evitar tanto especulações excessivas, quanto inflações ou deflações de débitos descontroladas. Os bancos centrais correspondem a instituições deste tipo. Supervisionam as operações bancárias e atuam como emprestadores de última instância. Desta forma, representam um freio à tendência inerente às economias com financiamento (moeda) endógeno irrestrito de gerar inflações, febres especulativas e deflações de débitos.⁽⁶⁾

Os bancos centrais tanto restringem o comportamento do financiamento quanto, como emprestadores em última instância, diminuem as conseqüências de ondas especulativas.⁽⁷⁾ Como emprestadores de última instância, os bancos centrais intervêm particularmente para impedir a queda livre de preços de ativos que pode ocorrer quando instituições financeiras são forçadas a realizar posições pela venda substancial de seus ativos. Conseqüentemente, as raízes da política monetária encontram-se nos fatores responsáveis pela instabilidade do capitalismo: a realidade de um sistema bancário de reservas fracionárias com oferta de moeda endógena e a decorrente coexistência de dois níveis de preços, um para os ativos e outro para produção corrente.

Depois que o *Federal Reserve* e os demais bancos centrais fracassaram em conter a deflação de débitos de 1929-33, tornou-se evidente a inadequação de um regime de política baseado em intervenções do banco central para conter o potencial eruptivo inerente ao desenvolvimento capitalista. Keynes construiu um sistema que legitimou o uso do poder fiscal de um Estado Nação moderno - em conjunto com intervenções monetárias - para suavizar o caráter instável, com expansões (*booms*) e colapsos (*busts*), de uma economia capitalista dotada de estrutura financeira sofisticada.

Durante os primeiros anos após a Segunda Guerra Mundial os Estados Nações efetivamente acionaram políticas monetárias e fiscais e mantiveram-se próximos do pleno emprego pelo período mais longo já alcançado por economias capitalistas. Além disso, a prosperidade associada ao pleno emprego sustentado foi mais amplamente distribuída pelo conjunto da população do que em qualquer outro período anterior de bonança. A combinação de um *big government* e do que Jan Kregel chamou de um *big bank* serviu bem ao mundo nos períodos iniciais do

(6) Em 1993, dirigentes de bancos centrais e a imprensa afirmavam freqüentemente que a luta contra a inflação era a razão de ser desses bancos. Tais afirmações ignoram a história dos bancos centrais que foram criados para financiar a Coroa (o Banco da Inglaterra) ou para conter a instabilidade financeira (*Federal Reserve Bank*).

(7) A restrição dos bancos centrais às práticas financeiras reflete-se na doutrina tradicional das elegibilidades pela qual somente alguns tipos de ativos seriam elegíveis para desconto no Banco Central. Essa doutrina tentou direcionar o empréstimo bancário para as transações comerciais de curto prazo. A monitoria dos bancos também restringe a atividade de financiamento bancário. Observe-se que o Acordo da Basiléia, que designou às diferentes classes de ativos taxas de absorção de capital específicas, representa uma técnica para direcionar o financiamento para ativos cujas taxas de absorção de capital são mais baixas.

pós-guerra. Contudo, aquilo que vários denominaram de era dourada do capitalismo pós-segunda guerra mundial repousava em uma posição hegemônica dos Estados Unidos: mantiveram sua própria economia próxima ao pleno emprego e permitiram a seus parceiros comerciais que obtivessem excedentes suficientes para compensar, pelo menos parcialmente, as rendas de capital dos EUA. Tal posição hegemônica foi derrubada pela “política” de importações sob a forma de guerras, exércitos estacionados no exterior e a subvenção aos esforços de defesa de terceiros.

2. Integração financeira

A vasta expansão do comércio internacional ao longo das últimas décadas resultou numa integração mundial das economias e dos sistemas financeiros em uma intensidade sem precedência histórica. O crescimento do comércio internacional foi acompanhado por uma grande expansão da diversificação internacional de *portfólios* e por uma ampliação dos movimentos de capitais, ambas originando - e acompanhando - desequilíbrios de pagamentos correntes. As revoluções dos transportes, das comunicações e da computação, sob a forma de “containerização”, de aviões de carga gigantes e de tecnologias eletrônicas digitais aplicadas à computação e à comunicação, são as razões subjacentes a esse crescimento dos vínculos comerciais e financeiros.

A revolução dos transportes, da comunicação e da computação reduziu a proteção de mercados internos decorrente de custos de transporte e de comunicação que produtores locais sempre usufruíram. Essa queda é de particular significância para os Estados Unidos cujas características de amplitude continental e distância geográfica da Europa e da Ásia tinham provido um grau substancial de proteção natural dentro dos velhos regimes de transporte e comunicação. O fenomenal crescimento do comércio internacional, a igualmente fenomenal expansão dos elos financeiros internacionais bem como o declínio da importância das barreiras naturais ao comércio e ao investimento internacionais, significam que a visão convencional favorável ao comércio internacional tem de ser reconsiderada.

As revoluções na comunicação e na computação não apenas contribuíram para o crescimento do comércio internacional como, também, removeram barreiras à diversificação internacional de *portfólios*. Não apenas aumentaram o número e a importância das empresas multinacionais como, também, os *portfólios* de bancos, de diversos intermediários financeiros e de indivíduos assumiram graus de diversificação internacional em extensão crescente. Adicionalmente, posições em moedas estrangeiras e em ativos denominados em moedas estrangeiras fizeram emergir uma demanda por instrumentos que pudessem limitar

perdas no caso de movimentos cambiais acentuados. A demanda por proteção contra flutuações cambiais era desnecessária nos tempos em que o conteúdo de ouro das moedas determinava uma banda estreita de flutuação para as moedas ou em que o sistema de Bretton Woods conseguia manter taxas de câmbio amplamente estabilizadas.⁽⁸⁾

Os saldos interrelacionados das diferentes unidades de uma economia aberta e financeiramente integrada constituem importante ferramenta de análise econômica. A contabilidade por partidas dobradas significa que cada entrada em um balanço tem de estar acompanhada por um registro compensatório no mesmo balanço. Além disso, cada instrumento financeiro em um balanço tem um reflexo correspondente em outro balanço; um ativo de uma unidade é um passivo de outra unidade.

Os itens financeiros nos balanços são: meios de pagamento, compromissos de pagamentos a terceiros e direitos de recebimentos de terceiros. Os valores colocados nos itens de um balanço são uma avaliação corrente de um fluxo de caixa esperado ou um valor derivado de uma transação histórica (uma operação de compra ou de financiamento) modificado pelas depreciações autorizadas.

A avaliação de um ativo tangível começa pelo preço pago pelo ativo enquanto bem de investimento. Há, também, um ajuste para refletir a depreciação do ativo. À medida que tais ativos são vendidos e comprados, seus preços em tais transações - que podem ser maiores ou menores do que os valores registrados na contabilidade do vendedor - tornam-se os valores referenciais para os novos conjuntos de registros contábeis.

Considere-se uma economia onde não haja intermediação financeira. Neste caso, para as unidades empresariais e familiares cujos compromissos de pagamentos são o valor de face dos títulos de crédito, os riscos que os resultados de suas atividades econômicas não as capacitem a cumprir com seus pagamentos são carregados por comerciantes e produtores. Os banqueiros foram inventados, por assim dizer, para discernir melhor do que um empresário ou indivíduo comum a probabilidade de um pagamento contratual ser cumprido. Da mesma forma, sua riqueza superior permitiria-lhes cumprir com as promessas de pagamentos junto aos detentores de seus passivos mesmo quando os ativos em suas carteiras apresentassem um desempenho aquém daquele requerido por seus compromissos contra-tuais. Adicionalmente, a simultaneidade de suas posições credoras e devedoras permite-lhes explorar uma “lei bancária” segundo a qual somente um pequeno conjunto de devedores tenderia a não cumprir com seus compromissos e,

(8) O desenvolvimento do transporte aéreo reduziu a amplitude do intervalo de variação das taxas de câmbio em termos de ouro. Se, por acaso, hoje fosse estabelecido hoje um moderno padrão-ouro, o preço de venda do ouro em cada uma das moedas nacionais estaria 3 a 5% acima do preço de compra.

simultaneamente, somente um pequeno conjunto de credores desejaria retirar seu dinheiro dos bancos mesmo por um breve lapso de tempo.

Os bancos cobram uma taxa pelos serviços de fornecimento de liquidez e segurança. Comerciantes e produtores pagam prontamente esta taxa já que aceitam uma pequena perda a fim de não incorrer em risco de perda maior. Através do desconto de títulos e da substituição do crédito do emitente dos títulos por seu

próprio crédito, os bancos provêm um seguro.⁽⁹⁾

Os passivos em um balanço correspondem a compromissos de pagamento em uma data particular ou se certas condições especificadas se fazem presentes. A pergunta essencial de um banqueiro a uma unidade cujos passivos sejam passíveis de aceitação é: o que você fará para obter os fundos que está prometendo pagar? Para as firmas a resposta está nos fluxos esperados de lucros brutos e nas receitas potenciais obteníveis através da venda ou do penhor de ativos. Para as famílias a resposta baseia-se nos salários esperados, nos vários tipos de transferências a receber e na venda ou penhor de ativos. Para os governos, são as receitas tributárias esperadas assim como a emissão de novos títulos de dívida para pagar débitos em vencimento.⁽¹⁰⁾

Os banqueiros têm a função de atuar como agentes céticos de uma economia capitalista: tomadores de empréstimos em potencial - ou em geral os agentes que procuram financiamento - apresentam somente cenários favoráveis quanto a suas perspectivas econômicas. O banqueiro é o agente da economia encarregado de sujeitar o entusiasmo de um empresário a uma avaliação cética. Deve-se aplicar a pergunta e o ceticismo do banqueiro ao nosso contexto de um sistema internacionalmente integrado.

3. O enfoque do balanço de pagamentos por tipos de fluxos de fundos e a determinação da taxa de câmbio

Já levantamos a questão de quais são os fluxos de fundos que sustentam uma estrutura financeira internacionalmente integrada: "Cada passivo de uma unidade econômica - seja ela uma família, uma firma ou uma instituição financeira - e cada instrumento negociado em um mercado financeiro têm de ser sustentados por fluxos de fundos. Estes fluxos são derivados de atividades produtivas que geram salários, lucros e tributos. O mesmo requisito de que fluxos de fundos sustentem valores de ativos vale para o endividamento internacional, com uma única diferença: tais fluxos de sustentação podem ser derivados de rendas denominadas em uma moeda ao mesmo tempo que os pagamentos sejam devidos em outra" (Minsky, 1986:6).

(9) Friedman & Savage (1948) demonstram porque é racional, para indivíduos ou famílias, realizar seguro mesmo não sendo este perfeitamente justo (no tocante à relação entre o prêmio e o risco. N do T) Comerciantes de dinheiro obtêm lucros de modo consistente, assim como os banqueiros de aposta (*bookies*) nas ocasiões em que oferecem 6 por 5 como prêmio para os dois lados quando montantes iguais são apostados.

(10) Liquidez não é simplesmente uma característica dos ativos. É, também, um conceito de fluxo, no sentido de que fluxos periódicos de renda assegurados tornam famílias, firmas e governos "líquidos". Deve-se observar que liquidez, enquanto propriedade de um ativo, depende do modo como os mercados deste operam.

A questão sobre os fluxos de fundos que dão suporte a passivos internacionais lança nova luz sobre os problemas de balanço de pagamentos e da dominância de fatores financeiros na determinação das taxas de câmbio.

O balanço de pagamentos é determinado por quatro tipos de fluxos de fundos: os compromissos de pagamentos de dívidas, a balança comercial, os movimentos de capital de longo prazo e os movimentos de capital de curto prazo.

Podemos considerar esses tipos de pagamentos como rubricas do balanço de pagamentos e organizar seus itens segundo elas. Tais rubricas são determinadas em diferentes mercados: a primeira rubrica é uma herança do passado; a segunda é o resultado do comércio corrente de bens e serviços; a terceira é resultante do comportamento do mercado de capitais; e a última é o resultado dos mercados monetários internacionais e, caso exista, de alguma moeda de compensação internacional tal como o ouro.

Os movimentos de capital de curto prazo são o elemento de equilíbrio. Ajustam-se de modo que o balanço de pagamentos sempre feche. Dentro de um padrão-ouro esses movimentos de capital de curto prazo podiam tomar a forma de movimentos de ouro. Em um regime de taxas de câmbio flutuantes, uma concentração de movimentos de capital de curto prazo pode levar a mudanças nas taxas de câmbio. Além disso, movimentos de capital de curto prazo podem ser movimentos especulativos atraídos por mudanças cambiais previstas. Por sua vez, adiantamentos e atrasos em pagamentos nas contas do comércio internacional podem induzir movimentos de capital de curto prazo.

No início de cada período (contábil) cada agente tem um comprometimento anterior de pagamentos decorrente de suas dívidas: unidades empresariais, familiares e governamentais têm pagamentos a fazer tanto nas contas de juros e dividendos quanto na conta do principal de suas dívidas à medida que estas vencem.

Em termos conceituais, cada Estado Nação é uma unidade com um balanço de pagamentos. Ao longo de cada período, digamos um trimestre, sua dívida externa - governamental, dos bancos do país ou de outras unidades privadas - impõe pagamentos referentes aos juros e à amortização. Chamaremos de rubrica 1 do balanço de pagamentos aos pagamentos decorrentes de endividamento anterior.

Do mesmo modo, as unidades familiares, empresariais e governamentais de uma nação engajam-se em atividades comerciais vendendo e comprando bens e serviços diversos. Tais atividades levam a um superávit ou déficit comercial. Os itens usualmente considerados dentro da balança comercial entram aqui como a rubrica 2 do balanço de pagamentos.

Em cada período ocorrem flutuações na emissão de capital de longo prazo nos vários mercados de capitais internacionalmente integrados. Famílias e instituições financeiras compram e vendem ativos para diversos *portfólios*,

ultrapassando as fronteiras nacionais. Empresas multinacionais movem capital de um país para outro. Todas essas transações constituem a rubrica 3 do balanço de pagamentos.⁽¹¹⁾

A quarta rubrica é constituída pelo movimento de ativos e passivos bancários de curto prazo. No padrão-ouro podia assumir a forma de um movimento de moeda metálica. A Grã-Bretanha foi a força financeira internacional dominante durante o padrão-ouro do final do século XIX. Naquele período a Grã-Bretanha manteve, enquanto credor e banqueiro mundial, um grande superávit na rubrica 1 (Sayers, 1936). Apresentou, de modo persistente, um déficit em sua conta comercial corrente, embora tal déficit tenha sido quase sempre menor que seu excedente na rubrica 1.

A Grã-Bretanha era a principal fonte dos movimentos internacionais de capital de longo prazo. Seus fluxos de saída ao longo do ano na conta de movimentos de capital de longo prazo (rubrica 3) eram maiores do que o excedente obtido pela soma das rubricas 1 e 2. O fator de ajuste (rubrica 4) era o crescimento dos saldos em libra esterlina do resto do mundo. Mesmo enquanto a Grã-Bretanha era um exportador líquido de capital de longo prazo, ela importava capital de curto prazo. Esse endividamento de curto prazo tomava a forma de saldos nos bancos de Londres, dinheiro aplicado no mercado monetário londrino e depósitos no Banco da Inglaterra.

Tais saldos de curto prazo em libras esterlinas do resto do mundo eram parte da base de reservas dos bancos centrais dos países devedores e constituíam o capital de giro de bancos privados.⁽¹²⁾ Quando estes saldos em libras esterlinas tornavam-se grandes demais, qualquer tentativa de seus detentores de modificar suas posições em libra movia a taxa de câmbio para um nível a partir do qual o Banco da Inglaterra perderia ouro. Como o Banco da Inglaterra operava dentro de um padrão-ouro com baixas reservas, qualquer movimento de saída de ouro do banco conclamava medidas imediatas e efetivas para deter e mesmo reverter este fluxo.

O Banco da Inglaterra reagia à saída de ouro elevando sua taxa de desconto movendo, assim, as demais taxas de curto prazo na mesma direção. Isto significava um aumento nos custos de subscrição e a arbitragem entre os diferentes títulos conduzia a uma elevação das taxas de longo prazo. Tal elevação diminuía as novas emissões de títulos de longo prazo levando a uma queda do déficit britânico da rubrica 3. O superávit obtido pela soma das rubricas 1 e 2 e a

(11) As transações da rubrica 3 podem ser iniciais ou derivadas. São iniciais quando um projeto de investimento é financiado. São derivadas quando saldos negativos de curto prazo são pagos com fundos obtidos mediante emissão de passivos de longo prazo.

(12) Observe-se que o país credor líquido, aquele com grande acumulação de ativos estrangeiros e que recebe uma grande renda líquida na conta da rubrica 1, é um devedor em termos de capital de longo prazo. Via de regra as posições dos maiores exportadores de capital de longo prazo são financiadas por dívidas de curto prazo. Nos tempos de Bretton Woods, os Estados Unidos tomavam empréstimos de curto prazo para financiar posições de longo prazo.

simultânea diminuição do déficit na rubrica 3, implicavam fluxos de ingresso de capital de curto prazo na Grã-Bretanha. Quando os mercados de capitais são integrados internacionalmente, o movimento de equilíbrio ocorre pelos mercados financeiros de curto e longo prazos e não pelo mercado de bens e serviços. No apogeu do padrão-ouro, as transações financeiras eliminavam qualquer saída e permitiam o refluxo de ouro para o Banco da Inglaterra.

No século XIX o aforismo que uma taxa bancária de 6,0% sacaria ouro da lua tinha validade, não por mudanças no saldo comercial ou nas rendas relativas da Grã-Bretanha e do resto do mundo, mas pelos ajustes dos mercados monetário e de capitais.

A lição básica a ser aprendida das operações do padrão-ouro financeiramente integrado do século XIX e do início do século XX é a seguinte: o país ou países que tenham um grande fluxo líquido de fundos favorável decorrente de rendas derivadas de ativos no exterior deve compensar seu superávit na rubrica 1 com um déficit na rubrica 2. Adicionalmente, se ainda mantiverem um excedente na soma de suas rubricas 1 e 2, devem-se tornar uma fonte segura de capital de longo prazo. Como necessariamente o endividamento internacional é denominado nas moedas dos países com muitos ativos no exterior, estes países devem, também, aceitar que suas moedas sejam moedas de reserva para seus devedores visto ser conveniente manter ativos líquidos na moeda em que as dívidas são denominadas.

4. Efeitos perversos

Observaremos primeiro o processo de ajustamento do ponto de vista de um país com um déficit elevado na rubrica 1 do balanço de pagamentos. Se o montante líquido devido em cada período é tal que, a despeito de um substancial excedente na rubrica 2, o saldo conjunto das rubricas 1 e 2 é negativo, ocorrerá um vultuoso movimento de capital de curto prazo em direção ao país deficitário (por enquanto ignoraremos a rubrica 3, o movimento de capital de longo prazo). Em simultâneo, acumulam-se dívidas de curto prazo do país deficitário nos bancos e bancos centrais do resto do mundo e elevam-se os saldos de bancos e outras instituições do(s) país(es) superavitário(s) em instituições bancárias do país devedor. Tal elevação de saldos leva a pressões sobre a taxa de câmbio, pressões compensáveis pelo banco central do país devedor por aumentos em suas taxas de juros, o que deprime sua economia. Se a acumulação de dívidas de curto prazo continua, a especulação contra a moeda do país deficitário tornar-se-á dominante e seu banco central terá de dispendar reservas internacionais para defendê-la. Mesmo assim a taxa de câmbio cairá.

Uma vez decline a taxa de câmbio, a quantidade de unidades monetárias locais exigido para cumprir obrigações na moeda do credor aumenta. Se a dívida é privada, as firmas do país deficitário necessitam usar uma percentagem maior de seus fluxos brutos de fundos para cumprir tais obrigações. Os fundos internos disponíveis para financiar investimento, ou para abater a dívida pretérita reduzem-se e, diante de tal escassez, o ritmo de investimentos no país devedor arrefece. A medida que investimentos menores impliquem uma diminuição dos lucros brutos, a carga das dívidas interna e externa aumenta, elevando com isso a probabilidade de falências.

Quando a dívida externa é governamental, uma desvalorização da moeda local induz um incremento na receita tributária alocada para o cumprimento das obrigações e/ou um aumento do déficit governamental decorrente dos compromissos de pagamentos. Mas esta mudança na combinação tributos-déficit não sustenta o consumo doméstico nem, tampouco, corresponde a uma oferta de bens e serviços para a população.

Já quando a posição do capital internacional está sob a forma de ações ou de dívidas denominadas na moeda do país devedor, a pressão sobre a taxa de câmbio manterá constante os pagamentos na moeda do devedor e diminuirá o fluxo para os detentores de ativos do país superavitário. A denominação de dívidas internacionais na moeda do país devedor ao menos força a percepção de alguns segmentos do país credor que qualquer depreciação do câmbio pode induzir perdas aos parceiros comerciais dos países endividados.

Na verdade dívidas internacionais são denominadas na moeda dos emprestadores ou em outra moeda forte. Isto implica que um déficit crônico na soma das rubricas 1 e 2 coloca sob pressão a taxa de câmbio do país endividado e os termos de troca tendem a se mover contra este.

Se as taxas de câmbio são fixas, ou seja, sob a vigência de um padrão-ouro ou de regras equivalentes, a pressão sobre seu nível far-se-á sentir sobre as taxas de salário. A taxa de salários (estrutura de custos) do país endividado terá que cair o suficiente para que o decorrente superávit da conta comercial cubra os pagamentos da dívida externa e os financistas do mundo sintam que podem arriscar colocar mais capital de longo prazo na economia endividada. Caso o movimento de capital de longo prazo em direção ao país devedor seja suficientemente grande, um déficit crônico nas duas primeiras rubricas do balanço de pagamentos não resultará, necessariamente, em acumulação de dívidas de curto prazo e na correspondente pressão sobre as taxas de câmbio fixas.

O endividamento externo claramente beneficia os habitantes do país credor de duas maneiras. A primeira, pela transferência de lucros ao país credor. A segunda, pela queda dos preços no país devedor abaixo de sua paridade de poder de compra. Isto porque caso um país devedor apresente déficit no somatório

das rubricas 1 e 2, a pressão sobre as taxas de câmbio induzirá depreciações crônicas e declínios nos salários relativos.

Conclusão

A condição para um sistema internacional de pagamentos sustentável é a existência de um equilíbrio específico entre superávit na rubrica 1, déficit na rubrica 2 (que não exaura o superávit anterior) e déficit na soma das rubricas 1, 2 e 3 viabilizado por entradas consistentes de capitais de longo prazo e por ingressos de curto prazo na rubrica 4. No século XIX, quando a Inglaterra era o centro de um sistema monetário internacional aparentemente sólido, assim como durante os primeiros 25 anos após a Segunda Guerra Mundial, quando o sistema de Bretton Woods, com os Estados Unidos em seu centro, constituía um sistema monetário estável, os atributos necessários a um sistema monetário internacional sustentável faziam-se presentes: havia acumulação de ativos internacionais de longo prazo e ao mesmo tempo o sistema fornecia ativos de reserva de curto prazo.

Os movimentos compensatórios, em particular sob a forma de fluxos de capital de curto prazo em direção ao centro internacional, aumentavam a base de reservas e os saldos de transação dos bancos centrais e comerciais e, assim, dos países integrantes dos padrões libra ou dólar. Os centros - Grã-Bretanha e Estados Unidos em momentos distintos - beneficiavam-se do sistema por causa da renda de capital auferida e dos empregos na atividade financeira gerados pelo sistema. As exportações sem contrapartida (*unrequited*) dos países devedores eram possibilitadas pela unidade de salário relativamente deprimida destes países e pela ampliação do fluxo de lucros associado ao excedente da rubrica 2 do balanço de pagamentos.

Os ganhos com o comércio pelo centro propiciavam a acumulação de ativos internacionais que pressionavam as taxas de câmbio dos países devedores. Se o déficit decorrente das rubricas 1 e 2 do balanço de pagamentos do país devedor fosse maior do que aquele que pudesse ser financiado pelo mercado de capitais de longo prazo ocorria uma deterioração de seus termos de troca e a conseqüente pressão para desvalorização de sua moeda.

Para que um sistema internacional de comércio e de financiamento seja viável a longo prazo, torna-se necessário um fluxo de fundos dos países estruturalmente credores em direção aos devedores para que estes últimos possam cumprir com o serviço de seus passivos externos sem nenhuma pressão descendente sobre seus termos de troca. Vale dizer, os países credores não podem sustentar um superávit na soma das rubricas 1 e 2 de seus balanços de pagamentos que seja maior do que o montante de passivos de longo prazo do país devedor que

estejam dispostos a adquirir, ou maior do que os fluxos de renda que o país devedor possa transferir. Além disso, ao menos parte do movimento de capitais necessita assumir a forma de investimentos em ações ou ser denominado na moeda do país devedor para que a deterioração dos termos de troca tenha efeitos adversos sobre o valor dos ativos de alguns dos agentes dos países credores.

Particularmente os países com grande posição em ativos internacionais não deveriam adotar políticas que tornassem suas prosperidades internas dependentes de superávits crônicos no comércio internacional. Países credores que protegem seus excedentes de exportação estão obtendo sua prosperidade à custa do empobrecimento de seus vizinhos (*beggaring their neighbors*). Adicionalmente, se um país com uma substantiva posição em ativos internacionais mantém uma postura antiinflacionária que impede o uso de políticas monetária e fiscal de pleno emprego por seus parceiros comerciais e devedores, também estará empobrecendo seus vizinhos.

A integração financeira internacional aumentou enormemente nas duas décadas após o fim do sistema de Bretton Woods. Parte da integração corresponde ao volume de posições monetárias como forma de minimização do risco cambial. A teoria dos proponentes de taxas de câmbio flexíveis argumentava que as flutuações destas seriam pequenas. Na verdade as oscilações das taxas de câmbio têm sido muito grandes: grandes demais para serem explicadas a partir das contas de comércio. As oscilações acentuadas são um efeito da integração financeira.

Um corolário da integração financeira é a necessidade de convergência dos objetivos de política econômica dos estados nacionais. Nos anos sessenta um *trade off* entre o nível de emprego e a estabilidade de preços tornou-se parte da teoria econômica padrão. No *ranking* atual de objetivos almejados pelos bancos centrais o peso do pleno emprego está bem perto de zero e a contenção da inflação está perto de um.

Isto é bastante inauspicioso. Se o preço da integração financeira internacional é o fortalecimento de um regime de alto desemprego e baixo crescimento imposto aos países devedores, esperamos então que medidas para o estabelecimento de maior autonomia da política econômica dos estados nacionais venham a estar novamente na agenda da política.

Uma nota sobre a presente situação

A presente situação está marcada pela combinação de forte posição em ativos internacionais do Japão, de seus elevados e contínuos saldos comerciais diante de sua carteira de ativos, e de uma diversificação crescente dos portfólios internacionais.

Ao final de 1992 os ativos externos do Japão excediam seus passivos externos em US\$ 513,6 bilhões: os ativos brutos das entidades japonesas no exterior eram de US\$ 2,04 trilhões e seus passivos externos líquidos estavam em US\$ 1,52 trilhões. Se supusermos um modesto retorno de 6% sobre a posição líquida de ativos das entidades japonesas, o resto do mundo deveria pagar-lhes mais do que US\$ 30 bilhões nesta conta de renda de capitais, em 1993. A este excedente na rubrica 1, acrescente-se um superávit na rubrica 2 de cerca de US\$ 100 bilhões. Isto significa dizer que o total de investimentos externos de longo prazo japoneses necessita ultrapassar US\$ 130 bilhões em 1993. Isto elevaria a posição líquida japonesa em ativos no exterior para algo próximo de US\$ 640 bilhões e o excedente na rubrica 1 para um montante maior do que US\$ 36 bilhões.

A combinação de uma substancial posição em ativos internacionais com um grande superávit no comércio internacional não é sustentável. Antes de tudo, um excedente comercial aumenta a massa de lucros obtida pelo país exportador líquido e diminui a massa de lucros do país importador líquido (Minsky, 1986). Portanto, se um país com uma posição líquida em ativos externos tem um déficit comercial líquido, o fluxo de lucros cresce no país devedor e reduz-se internamente. Contudo, os proprietários de ativos no estrangeiro recebem renda do exterior: uma parte dos fluxos de lucro do país devedor torna-se renda do país credor. O excedente comercial, na verdade, paga parcialmente a transferência de renda de capital associada à posição líquida em ativos. O sacrifício de ser devedor é facilitado pelos maiores lucros enquanto país superavitário.

Uma característica marcante da posição japonesa é que seus passivos externos são cerca de 2/3 de seus ativos no exterior. Esta grande posição em passivos implica a existência de muitos canais pelos quais proprietários de ativos em outros países podem adquirir ativos de curto e longo prazos lastreados em passivos japoneses. A presença de instituições e mercados que facilitam a diversificação internacional de portfólios privados e institucionais aumenta, também, os canais pelos quais pode ocorrer uma fuga de e em direção a determinada moeda.

É sempre um engano supor que o jogo contra uma moeda seja o resultado da perda de confiança de alguns investidores estrangeiros nas políticas econômicas de um país. Se residentes com ativos líquidos - ou que possam obter rapidamente ativos líquidos - perdem confiança em seu país, um movimento adverso contra a moeda se desenrolará: haverá - digamos - mais vendedores do que compradores de dólares às combinações vigentes de taxas de câmbio e de juros e, neste contexto, as taxas de câmbio ou de juros terão de mudar.

A estabilidade nas relações financeiras internacionais depende mais do comportamento dos exportadores líquidos de capital e dos países com excedentes comerciais do que de devedores e países deficitários. As regras que regulam as

relações financeiras internacionais devem ser estruturadas de modo a tornar vantajoso para o exportador líquido de capital que o importador de capital tenha uma moeda viável e alguma aproximação do pleno emprego. Isto pode ser feito se parte significativa dos passivos líquidos do país devedor for denominada em sua própria moeda e se os devedores líquidos forem, em boa parte, recebedores contingentes de renda, ou seja, de ações ou de títulos imobiliários.

Até 1993 o desempenho econômico relativamente mais forte do Japão estava ligado à posição de suas exportações líquidas. O deslocamento de lucros decorrente dos déficits comerciais dos demais países com o Japão foi um dos fatores responsáveis por taxas de poupança mais baixas e por menores estímulos ao investimento nos países deficitários como os Estados Unidos, constituindo-se em uma das causas de sua estagnação econômica. Tal estagnação reduziu importações e, conseqüentemente, com alguma defasagem, induziu a estagnação também no Japão.

No caso de países com importantes posições em ativos internacionais, a contínua dependência de seus fluxos internos de lucro e de renda do superávit comercial significa que a prosperidade desses países se realiza pelo empobrecimento de seus vizinhos. Em um mundo onde existem rendas de capital, onde o tamanho e a distribuição de rendas depende da composição da demanda e o investimento financiado é um determinante básico das rendas agregada e de capital, as conclusões de um modelo simples sem capital, sem ativos financeiros e sem recursos desempregados não podem ser úteis.

O comércio internacional sem restrições não é um jogo em que todos os jogadores ganham. As perdas devidas ao comércio são talvez exacerbadas se um conjunto de jogadores, os países devedores e deficitários, atua como se o comércio fosse sempre mutuamente benéfico, enquanto o outro, os superavitários e credores, operam como se os ganhos líquidos do comércio exterior pudessem ser obtidos mediante a adequação de sua proteção e de seus incentivos domésticos. Na determinação da política comercial torna-se necessário buscar discernir o que os parceiros comerciais estão fazendo e se isto afeta os ganhos do comércio.

Prof. Hyman P. Minsky é
Distinguished Scholar do Jerome Levy
Economics Institute do Bard College.

Referências bibliográficas

FISHER, I. The debt deflation theory of great depressions. *Econometrica*, 1933.

- FRIEDMAN, M., SAVAGE, L.J. The utility analysis of choices involving risk. *Journal of Political Economy*, ago. p.207-304, 1948.
- INGRAO, B., ISRAEL, G. *The invisible hand*. Cambridge, Mass.:MIT Press, 1989.
- KEYNES, J.M. *The general theory of employment, interest and money*. New York: Harcourt Brace, 1936.
- _____ The general theory of employment. *Quartely Journal of Economics*, 1937.
- _____ The theory of the rate of interest. In: GAYER, A.D., org. *The lessons of monetary experience: essays in honour of Irving Fisher*. 1937.
- KINDLEBERGER, C.P. *Manias, panics and crashes*. New York: Basic Books, 1978.
- MINSKY, H.P. *Can "it" happen again? essays on instability and finance*. Armonk: Sharpe, 1982.
- _____ *Global consequences of financial deregulation*. Georgetown: Georgetown Univ. International Law Institute and School of Foreign Service, 1986. p.6 (The Marcus Wallenberg papers on international finance)
- _____ *John Maynard Keynes*. New York: Columbia Univ. Press, 1975.
- _____ Schumpeter: finance and evolution. In: HEERTJE, A., PERLMAN, M., eds. *Evoluing technology and market structure: studies in schumpeterian economics*. Ann Arbor: Univ. of Michigan Press, 1990.
- _____ *Stabilizing and unstable economy*. New Haven, London: Yale Univ. Press, 1986.
- SAYERS, R.S. *Bank of England operations: 1890-1914*. London: P.S. King and Sons, 1936.
- SCHUMPETER, J.A. *The theory of economic development*. Cambridge, Mass.: Harvard Univ. Press, 1934.

Resumo

O presente texto corresponde a uma aplicação da hipótese de instabilidade financeira aos problemas colocados pela integração financeira internacional para as políticas fiscal e monetária. Além de desenvolver uma abordagem por fluxos de fundos para o balanço de pagamentos e a determinação da taxa de câmbio, o autor trata alguns aspectos do corrente cenário de integração financeira internacional.

Abstract

This paper is an application of the financial instability hypothesis to the problems posed for monetary and fiscal policy by international financial integration. After developing a "tiers approach" to balance of payments and exchange rate determination, the author addresses some issues of the current scenario of international financial integration.