

PAPEL E ESPECIFICIDADE DOS BANCOS NA
OBRA DE MINSKY: UMA INICIATIVA DE RESPOSTA
À CRÍTICA DE DYMSKI¹

MARCELO DIAS CARCANHOLO²

Resumo: Este trabalho se propõe a analisar as críticas formulada por G. Dymski ao papel dos bancos na teoria de H. Minsky, especificamente no tocante à influência destes no comportamento cíclico da economia. Para tanto, inicia-se com a apresentação da importância atribuída por Minsky ao financiamento das posições nas carteiras de ativos. Em seguida, são observadas as críticas de Dymski a esta perspectiva e, por fim, essas críticas são avaliadas a partir da especificidade que Minsky atribui aos bancos em suas escolhas de balanços e nos impactos disso no comportamento cíclico da economia.

Palavras-chave: economia pós keynesiana; bancos; Minsky; Dymski.

Classificação JEL: E0, E32, E51.

ROLE AND SPECIFICITY OF BANK IN MINSKY'S WORK: AN
ATTEMPT TO ANSWER DYMSKI'S CRITIC

Abstract: This work is aimed at analyzing the critics formulated by G. Dymski to the role of the banks in the theory of H. Minsky, specifically in relation to their influence in the cyclical behavior of the economy. Firstly, the paper presents the importance attributed by Minsky to the financing of the portfolio positions. After that, the Dymski critics to this perspective are considered, and, finally, those critics are evaluated in the context of the specificity that Minsky attributes to the banks in its cash-flows decisions, and in the impacts of that in the cyclical behavior of the economy.

Key-words: post keynesian economics; banks; Minsky; Dymski.

JEL Classification: E0, E32, E51.

¹ Recebido em 06/01/2003. Liberado para publicação em 12/02/2003.

² Professor Adjunto do IE-UFU. E-mail: mdcarc@uol.com.br

Em um trabalho que pretendia apresentar um modelo keynesiano de comportamento bancário, Dymski (1988) criticou Minsky por este não haver fornecido nenhum papel específico para os bancos em sua teoria. Segundo Dymski, o tratamento indiferenciado que Minsky deu aos agentes, como se todos eles fossem bancos, teria impedido este de perceber os bancos em sua dupla função (ofertantes de liquidez e criadores de crédito), além de impedir-lhe a identificação das causas das reversões cíclicas e a forma de disseminação dos choques pelo sistema econômico. A procedência dessas críticas é o que se procura avaliar em seguida.

1. Importância do financiamento na escolha de portfólios

No capítulo 17 de sua Teoria Geral, Keynes procurou construir um modelo de escolha de ativos, em que a demanda por eles dependia dos retornos totais oferecidos pelos mesmos.³ O retorno total de um ativo, que define a sua taxa própria de juros, depende de quatro atributos do ativo: taxa de rendimentos esperados (q), custo de manutenção/retenção do ativo, independente do uso que se faça dele (c), prêmio de liquidez (l), e taxa de valorização esperada do ativo (a). Todos esses atributos relacionados como uma proporção do preço de mercado do ativo (P_c).

A partir disso, o retorno total do ativo, ou sua taxa própria de juros, é dado por $(a+q-c+l)$. Quanto maior essa taxa de retorno de um ativo "A" qualquer, em relação a outro "B", maior o incentivo que os agentes têm para desfazer suas posições (vender) de um outro ativo "B", ao mesmo tempo em que incrementam suas posições (compra) no ativo "A". Obviamente, isto faz com que P_c do ativo "A" suba, enquanto que o do ativo "B" cai, de forma que as taxas próprias de juros dos dois ativos tendem a se igualar, definindo assim uma posição de equilíbrio na composição de portfólios dos agentes.⁴

³ Além da formulação original de Keynes (1985), uma excelente apresentação do modelo de escolha de ativos pode ser encontrada em Carvalho (1992, cap. 5).

⁴ Vale salientar que, ao final do horizonte de tempo de um ativo, o agente que o possuir receberá um retorno total de $(a+q-c)$, pois o atributo prêmio de

Como os retornos dos ativos, tanto o fluxo de rendas, quanto a taxa de valorização, são esperados, uma vez que dependem de receitas futuras em consequência da utilização do ativo e do comportamento do preço de mercado no futuro. A taxa própria de juros tem um forte componente de incerteza. Em termos mais rigorosos, a incerteza está presente em todos os atributos. Além da incerteza quanto a retorno e (des)valorização, existe uma incerteza na deseabilidade de se manter em determinada posição de portfólio, ligada ao atributo (I), e outra referente à incerteza nos gastos contratados com anterioridade, que definem o custo de manutenção do ativo.

A importância do prêmio de liquidez está no fato de que ele reflete o poder de disposição sobre um ativo, de forma que ele serve como uma garantia frente a uma revenda futura não-planejada do ativo. Sendo assim, tanto maior será o grau de liquidez de um ativo quanto menor for o tempo requerido para revendê-lo, e quanto maior for a sua capacidade esperada de conservar o seu valor.⁵ A liquidez de um ativo depende, portanto, do grau de eficiência do mercado em que ele é transacionado, e esta eficiência depende da densidade, da permanência, e da organização desse mercado (Carvalho, 1992, pp. 86-87).

A grande relevância deste modelo de escolha de portfólio reside em sua capacidade de explicar os movimentos que levam os agentes a demandar, por exemplo, mais moeda em momentos de elevação da incerteza, dado o seu alto grau de liquidez. Como a moeda possui negligenciáveis elasticidade-substituição e elasticidade-produção, a elevação de sua demanda não resultará no aumento de sua produção, nem tampouco de possíveis substitutos. Assim, o desemprego criado na produção de outros ativos não pode ser compensado na produção de moeda.

liquidez nada mais é do que um “seguro” ex-ante se o agente decidir alterar sua posição antes do final do horizonte de tempo.

⁵ Note-se que este segundo aspecto da liquidez, apesar de dizer respeito ao valor do ativo, não está relacionado com (a). Enquanto este último incorpora a idéia de revenda *planejada* do ativo, o prêmio de liquidez diz respeito a uma revenda *não-planejada*.

Entretanto, as decisões de gasto para compra de ativos passam, inevitavelmente, pela questão de como financiar esse gasto. Um determinado agente pode perfeitamente diminuir sua posição em moeda para adquirir um bem de capital, por exemplo, porque espera um retorno maior por esse ativo. Por outro lado, esse mesmo agente pode emitir uma obrigação em contraface da obtenção de crédito fornecido por outro agente, e com isso adquirir o bem de capital. Esta segunda opção irá comprometer o investidor com obrigações financeiras futuras para pagamentos não só do principal da dívida, mas também do seu serviço. Os meios para realizar isso serão obtidos – ou pelo menos assim se espera – com os resultados (rendimentos) futuros do tal investimento.⁶ O processo de financiamento envolve, portanto, um emprestador que, ao fornecer um crédito, passa a deter um ativo, e um tomador que, por sua vez, passa a ser detentor de um passivo.

É esta preocupação com o outro lado da escolha de ativos, isto é, com a forma de financiamento das posições de portfólio, que caracterizou o trabalho de Minsky. Segundo este autor, a decisão de portfólio possui como faces interdependentes a decisão de quais ativos serão demandados e a decisão de como a posição neste ativos será financiada. A influência desse processo de financiamento na economia é clara quando ele afirma que “uma economia capitalista é um sistema financeiro e de produção integrado e seu desempenho depende da validação financeira bem como dos critérios de geração de renda” (Minsky, 1992, p.15).

Sendo assim, a discussão do capítulo 17 da Teoria Geral de Keynes seria incompleta, pois ela não introduz explicitamente a questão da estrutura das obrigações e do pagamento dos compromissos financeiros. Para Minsky, ao invés de escolha de ativos, as decisões dos agentes se traduzem em escolha de balanços. A proposta dele é ajustar o argumento do capítulo 17 da Teoria Geral, considerando explicitamente o perfil dos passivos, e inseri-lo dentro de uma perspectiva que englobe o caráter cíclico e especulativo da economia capitalista.

⁶ “A decision to invest is a decision to emit liabilities or decrease liquidity: the cash received in exchange for commitments is the currency used to pay for the investment.” (Minsky, 1975, p. 89).

Para tanto, Minsky (1975) redefine os atributos dos ativos considerando (q) como a taxa de entrada de recursos para um dado portfólio, seja por venda/apreciação de ativo ou rendimento, (c) como o custo financeiro de manter o portfólio, que é efeito do endividamento contraído, e (l) em um sentido mais amplo da capacidade de liquidar dívidas.⁷ Como as obrigações podem ser pagas com as receitas geradas pelos ativos, a liquidez pode ser entendida de duas formas: geração de receitas para pagar as dívidas, e liquidez no sentido original de Keynes quanto à conversibilidade dos ativos.⁸

O importante na perspectiva de Minsky, portanto, é que “cada unidade econômica – seja ela uma empresa, uma família, uma instituição financeira ou o governo – é um “locus” de entrada e saída de moeda” (Minsky, 1992. p.11) e, a partir disso, é que ele analisa a estrutura financeira de financiamento, as posturas financeiras dos agentes, a fragilidade e instabilidade financeiras, e o ciclo econômico.

2. A crítica de Dymski à perspectiva de Minsky

A importância que Minsky atribui ao financiamento na escolha de balanços dos agentes e, em especial, como todos esses agentes podem ser considerados e caracterizados como declarações de rendimentos a receber e obrigações a saldar, nos permite entender todos os agentes como administradores de fluxos de caixa, como se todos tivessem um comportamento semelhante ao dos bancos. Esta interpretação pode facilmente ser retirada das próprias observações de Minsky em seus textos, como, por exemplo, nas seguintes:

⁷ No tocante à incerteza, inclui-se aqui a incerteza quanto ao pagamento das dívidas, uma vez que as receitas dos ativos são esperadas e, portanto, incertas, enquanto as dívidas contraídas são contratadas com perfis e prazos de pagamento geralmente preestabelecidos. A capacidade de pagamento das dívidas é a principal incerteza na economia capitalista, segundo Minsky.

⁸ Neste ponto, podem ser distinguidos os ativos plenamente conversíveis (moeda e quase-moedas) e os ativos que podem servir como colaterais, isto é, como garantias na obtenção de empréstimos.

“The cash-flow approach looks at all units – be they households, corporations, state, and municipal government, or even national governments – as if they were banks.” (Minsky, 1986, p.198).

“...corporations and households, can be considered banks, in that they have cash flows to meet.”(Minsky, 1975, p. 86).

Se assim for, isto é, se todos os agentes puderem ter seus comportamentos, no que diz respeito aos seus respectivos fluxos de caixa, reduzidos ao de um banco, o que realmente é um banco? Qual é, se é que existe, a sua especificidade na economia? Esta é a crítica que Dymski (1988) faz à perspectiva de Minsky. Segundo o primeiro, “Minsky ignores banks in the FFH [Financial Fragility Hypothesis] because he sees them as performing no unique role” (Dymski, 1988, p. 517). Para Dymski, ao expor sua hipótese de fragilidade financeira para explicar as crises financeiras e o ciclo, Minsky não atribuiria nenhum papel fundamental aos bancos, definindo para eles apenas uma única função, a de criação de crédito.

A pretensão de Dymski em seu trabalho é construir um modelo de comportamento bancário que respeite o duplo caráter da atividade bancária, conforme apontado por Keynes (1930, p.191): fornecimento de um substituto para a moeda estatal (ofertante de liquidez) e funcionar como intermediação ao receber depósitos do público que são empregados na aquisição de títulos, ou no empréstimo para indústria e comércio (criação de crédito).⁹ A hipótese fundamental de seu modelo, segundo ele próprio, é a de que os bancos são instituições monetárias fundamentais, pois elas atuam como importante elemento na criação de liquidez.

Dymski inicia a construção de seu modelo bancário afirmando que, dentro da tradição ortodoxa dos modelos de equilíbrio geral do tipo Arrow-Debreu, é possível introduzir moedas e bancos, através do relaxamento de algumas hipóteses. Em primeiro lugar, mantem-

⁹ Como será visto mais adiante, esta função, dentro de uma teoria pós-keynesiana da firma bancária, não reduz o banco à intermediação de recursos, como diz Dymski, mas relaciona os bancos à própria criação de depósitos.

do a suposição de que toda informação é pública, mas algumas ou todas as ações são estocásticas, de forma que os agentes não sabem de antemão quais de seus planos serão realizados (efetuados), já é suficiente para definir um papel para a moeda e o sistema bancário. Com eventos estocásticos, segundo Dymiski, abre-se espaço para a demanda precaucionária por reservas líquidas. Por outro lado, se for suposto, alternativamente, que alguns agentes possuem informação privada, o estabelecimento de contratos diretamente entre emprestadores e tomadores de crédito torna-se ineficiente, seja por seleção adversa, situação na qual os primeiros não sabem ao certo os parâmetros da distribuição de probabilidade que descreve os últimos, ou por risco moral, situação na qual os tomadores de empréstimos podem assumir maiores riscos ao contarem com a oferta de crédito como cobertura. Esses problemas de informação assimétrica permitem o surgimento de intermediários no contrato de crédito; intermediários esses que funcionam como especialistas em informações e, por isso, podem fornecer crédito. Este segundo relaxamento das hipóteses do modelo de Arrow-Debreu permitiria pensar o banco como um criador de crédito.

Ao criar um modelo, com a dupla função dos bancos (ofertante de liquidez e criador de crédito), originada da existência de eventos estocásticos e informações assimétricas, Dymiski constata que esse modelo não produz resultados keynesianos.¹⁰ Em primeiro lugar, não existe, nesse modelo, tensão entre as duas funções dos bancos, na medida em que as decisões de composição do ativo (criação de crédito) e de manutenção de reservas líquidas são independentes. Em segundo lugar, esse tipo de modelo consegue obter um equilíbrio para cada função dos bancos levando em consideração unicamente as condições prevalentes no presente.¹¹ Por último, o setor bancá-

¹⁰ Os modelos de comportamento dos bancos deste autor são encontrados em Dymiski (1988, pp. 505-517), incluindo a sua contribuição para um modelo de bancos que leve em consideração a variável tempo.

¹¹ "This is true no matter what previous ex-post experience has been; the essential aspect of timelessness is the absence of lingering effects or commitments from one period to the next." (Dymiski, 1988, p.509).

rio, dentro dessa ótica, não é determinante para a atividade econômica, pois se ajusta passivamente às condições estruturais; as condições nos mercados financeiros determinam o tamanho do setor bancário e o volume de crédito é determinado pela demanda por empréstimos, a qual se assume que é dada por fatores reais e pelo custo de oportunidade de realizar empréstimos.

Para obter resultados keynesianos, segundo Dymski, além de eventos estocásticos e informação privada, “‘real time’ must replace the timelessness of the A-D [Arrow-Debreu] framework” (Dymski, 1988, p. 510). Com isso, ele acrescentaria a irreversibilidade do tempo no modelo, no sentido de que coexistem eventos econômicos com diferentes durações de tempo. No caso específico do comportamento dos bancos, Dymski procura captar a assincronia de atividades no tempo pelo fato de que os bancos são obrigados a fornecer liquidez enquanto criam novos empréstimos e estabelecem novos contratos de empréstimos com duração mais longa.

Os resultados do seu modelo de tempo real são a interdependência entre as decisões de composição do portfólio e de tamanho deste, porque o comportamento dos bancos nos mercados de empréstimos e depósitos leva em consideração tanto o volume de empréstimos como o de depósitos, a possibilidade de obtenção de equilíbrios subótimos e, principalmente, que o comportamento dos bancos é um determinante independente do nível de atividade econômica. Em especial, este último resultado, em conjunto com o primeiro, indica que as decisões dos bancos entre manter reservas líquidas e fornecer crédito são decisões que podem ser divergentes. Como afirma o autor, “the more credit banks create to satisfy loan demand, the fewer funds are available for redistribution to meet depositor demands for liquidity.” (Dymski, 1988, p. 516).

É exatamente por isso que Dymski critica a postura de Minsky, afirmando que este último não fornece papel especial algum para os bancos na economia. Segundo Dymski, esta irrelevância dos bancos na hipótese de fragilidade financeira de Minsky o teria levado a negligenciar duas questões, que teriam sido tratadas em seu modelo de tempo real (Dymski, 1988, p. 517). As duas questões seriam, em primeiro lugar, o que causa a reversão cíclica do auge para a

depressão? E, em segundo lugar, como seria disseminado um choque adverso pelo sistema econômico?

Segundo este autor, Minsky não utilizaria em seu modelo a noção de tempo real. Além disso, nenhum agente – nem mesmo os bancos – estaria encarregado de funcionar como emprestador de liquidez de última instância, o que lhe impediria de entender a crise como sendo causada por uma contração monetária (*credit crunch*).

Além de não lhe permitir perceber a reversão cíclica, a inexistência de um papel específico dos bancos em Minsky, impossibilitaria a compreensão de que, durante a crise, o aumento da demanda por crédito ocorre justamente quando a capacidade dos bancos de satisfazê-la está constrangida pela necessidade que eles têm de manter maior volume de reservas líquidas. A impossibilidade dos bancos em responder à expansão da demanda por crédito, em face do caráter conflitioso de suas duas decisões, explica porque os compromissos financeiros se tornam frágeis durante o ciclo.

Em suma, “while Minsky implicitly uses the timeless model in exposition of the FFH, the real-time model is consistent with the broad outlines of the FFH ... first, with real-time banks one can explain why monetary contractions ... trigger downturns. Second, it is precisely the asymmetric impact of forces unleashed in downturns on real-time banks’ *differentia specifica*, the liquidity supply function, that explains *why* a financially fragile set of financial relations can come unraveled.”(Dymski, 1988, p. 523).

2.1. Imprecisões da crítica de Dymski

O modelo de comportamento bancário, como apresentado por Dymski, fornece um duplo papel aos bancos. Por um lado, os bancos combinam riscos e provêem liquidez aos depositantes, e por outro, eles recolhem informação privada observando garantias ou não do fornecimento de crédito aos tomadores. Em outras palavras, os bancos em Dymski funcionam como ofertantes de liquidez e criadores de crédito. Segundo ele próprio, é isto que lhes fornece uma característica keynesiana.

Entretanto, o modelo de comportamento bancário de Dymski está muito mais próximo do comportamento que é atribuído pelos

modelos neoclássicos. Estes modelos geralmente tomam o montante de depósitos como um dado das preferências dos depositantes, sendo que a escolha dos bancos se dá sobre o volume de reservas bancárias e o total de empréstimos que eles fazem. A manutenção de reservas envolve um custo de oportunidade, que é dado pelos juros que poderiam ser auferidos se esses recursos fossem canalizados para empréstimos. Por outro lado, um volume de reservas bancárias muito baixo traz o risco crescente de que os depositantes exijam os seus depósitos para os quais os bancos não possuam reservas suficientes naquele instante, o que define um custo por manutenção de baixo nível de reservas.¹² Nesse sentido, a solução de otimização dos bancos seria dada pela divisão dos recursos entre as reservas e os empréstimos, de forma que o custo de oportunidade na manutenção de reservas fosse igual ao custo da manutenção de baixo volume de reservas.

Alternativamente, como o custo de oportunidade pela manutenção de reservas é o recíproco da taxa de retorno dos empréstimos feitos, pode-se afirmar que a solução otimizadora de um banco neoclássico é dada pela igualação da receita marginal dos ativos com o custo marginal das obrigações. Para um leque mais amplo de ativos, nos modelos neoclássicos, “generally solutions will consist in determining collections of assets and types of deposits that respect the condition that marginal returns are equalized for the various assets being held and are also made equal to the marginal costs involved in the financing of that position.” (Carvalho, 1998, p.128).

Nesse sentido, os bancos dos modelos neoclássicos são meros intermediários entre os agentes superavitários (ofertantes de poupança) e os deficitários (tomadores de recursos). O volume de depósitos nos bancos é dado, nesses modelos, unicamente pelas preferências dos depositantes, enquanto que o uso desses recursos depende das oportunidades de empréstimos e da taxa de juros. Os bancos assumem assim uma postura meramente passiva na intermediação dos recursos. Além do mais, ao limitar a escolha dos

¹² Pode-se inserir ainda eventuais taxas de penalização por baixos coeficientes de reservas bancárias, impostas por autoridades monetárias.

bancos à dicotomia *reservas x empréstimos*, reduz-se a característica de liquidez dos ativos ao mero acúmulo de reservas, ou seja, confunde-se liquidez com moeda propriamente dita, como se a primeira fosse característica exclusiva da segunda.

Embora o modelo de Dymski se distancie dos modelos neoclássicos de firma bancária em alguns aspectos, como no fato dos depósitos não serem dados unicamente pelas preferências dos depositantes, mas, pelo menos em parte, resultarem das decisões de empréstimos dos próprios bancos, e na maior flexibilidade ao considerar a possibilidade de empréstimo do excesso de reservas e de tomada de empréstimo no interbancário, dando mais realismo ao seu modelo, a natureza da decisão dos bancos ainda é neoclássica.

O modelo de Dymski reduz a decisão dos bancos à dicotomia entre fornecer empréstimos e, com isso, reduzir suas reservas (liquidez), e exercer suas preferências por liquidez, mantendo reservas bancárias, o que reduz os recursos para empréstimos. O propalado ganho com a consideração do tempo real, o que garantiria, segundo Dymski, resultados keynesianos, não representa fundamental alteração frente aos modelos neoclássicos, já que “the decision as to how much lend in the present, given the future demands for cash by depositors that cannot be presently known with certainty” (Carvalho, 1998, p.129), o que, em si, não altera a natureza da decisão de um banco neoclássico. A manutenção da dicotomia *reservas x empréstimos* como cerne dessa decisão, de forma que a demanda dos bancos por reservas se dá para cobrir saídas líquidas de depósitos, não importando se hoje, ou em data futura, reduz a preferência pela liquidez a um único ativo, a moeda¹³. O que seria a preferência pela liquidez passa a ser uma preferência por moeda ou, mais especificamente, por reservas bancárias.

Essa perspectiva não tem adequação nem empírica, dado que a acumulação de reservas bancárias não é a única forma que os bancos tem para satisfazer suas preferências por liquidez, nem tampouco se assemelha à concepção original de Keynes sobre o tema. A liquidez não é uma característica exclusiva da moeda, mas própria de vários

¹³ “Thus, when ‘liquidity preference’ rises, it can be met only by a substitution of currency for deposits.”(Wray, 1989, p.153).

ativos. O grau de liquidez de um ativo é dado pelo tempo de conversibilidade e por sua capacidade de manter seu valor, como visto. Por isso, a moeda é o ativo de maior liquidez, e um incremento na preferência por esta requer um maior retorno dos ativos menos líquidos para que os agentes continuem a demandá-los.¹⁴

O banco do modelo de Dymski, assim como o neoclássico, é um mero intermediário, com as características específicas de que ele diversifica ativos aumentando a liquidez de suas obrigações, e acumula informação privada com referência a devedores, o que os capacita a reduzir o risco dos empréstimos (Wray, 1989, p.153). Entretanto, esse banco serve meramente como intermediário entre emprestadores e tomadores. O público fornece “liquidez” aos bancos quando realiza depósitos, e os bancos utilizam esses recursos para realizar empréstimos; a “criação de crédito” tem, paradoxalmente, como base uma transferência de recursos. Quando a preferência pela liquidez cresce, os bancos aumentam suas reservas e devolvem os recursos para os depositantes. Portanto, o que Dymski chama de papel “oferta de liquidez”, na realidade, são recursos repassados para os depositantes como contrapartida dos depósitos cobrados. “Contrary to what Dymski claims, his bank does not have the dual roles of providing liquidity and creating credit.” (Wray, 1989, p. 154).

A característica de mera intermediação e, portanto, de postura passiva dos bancos, e a manutenção do leque de escolha para os bancos em dois ativos, um líquido (reservas) e outro ilíquido (empréstimos), ignorando a preferência da liquidez como uma questão de grau, tornam o modelo de Dymski muito mais próximo da tradição neoclássica do que da keynesiana, apesar do desejo do autor.

¹⁴ “...assets are differentiated according to the combinations of monetary return and liquidity premia they offer, not because one of them is entirely liquid and others entirely illiquid. Liquidity is a matter of degree.”(Carvalho, 1998, p.126). Hicks (1967, p.36) também percebeu a liquidez como uma questão de grau ao caracterizar os ativos como plenamente líquidos, líquidos, e não-líquidos. Dymski (1989) reconhece que o seu texto anterior (Dymski, 1988) apresenta passagens ambíguas que permitem esta crítica. Infelizmente, ele não desenvolve ali todas as modificações necessárias em seu modelo para incluir a preferência pela liquidez como uma questão de grau.

Mesmo assim, será que suas críticas a Minsky continuam válidas? Apesar das limitações de seu modelo de firma bancária, é possível manter suas objeções ao tratamento indiferenciado que Minsky daria aos agentes bancários e não-bancários? Se todos os agentes podem ser identificados como declarações de rendas a receber e a pagar, ou seja, como balanços, assim como os bancos, estes não têm especificidade alguma, não desempenhando nenhum papel diferenciado na economia. Será que Minsky realmente tratava os bancos dessa maneira? É o que se analisa a seguir.

3. Posturas e fragilidade financeiras: o ciclo em Minsky

Como a proposta de Minsky é desenvolver o argumento keynesiano dentro de uma perspectiva cíclica, enfatizando o papel que a estrutura de obrigações tem na tomada de decisão dos agentes quanto à composição do portfólio, o financiamento do investimento, que é a variável que fornece a instabilidade à economia capitalista, torna-se o elemento teórico mais importante de seu trabalho.

O financiamento do investimento pode-se dar de duas formas. Ou ele é feito por meio de recursos próprios, ou então mediante a tomada de empréstimos (demanda por crédito). Esta última alternativa implica na decisão das condições de empréstimo que serão assumidas, sejam os prazos de pagamento, as taxas de juros, ou períodos de carência. Sendo assim, as posturas financeiras dos agentes implicam não apenas na decisão do investimento, mas também na escolha de balanços.

Existem dois critérios para classificar as posturas financeiras, com os quais podem ser identificados três tipos de posturas. Os critérios são definidos pelas condições de liquidez, referente ao descompasso dos compromissos e recursos, e de solvência, que diz respeito à viabilidade do plano de investimento.

O primeiro tipo de postura é a *hedge*, que se define pelo fato das entradas monetárias provenientes dos retornos esperados do investimento serem superiores às saídas para pagamentos das dívidas, em todos os períodos. Isso significa que o fluxo esperado de receitas é maior do que as obrigações de dívida, em qualquer período consi-

derado. Esta última é a condição de liquidez para a postura *hedge*, e significa que o agente hedger não precisa recorrer ao mercado financeiro para financiar os seus débitos, desde que as receitas esperadas realmente atinjam o montante mínimo necessário para tanto. Obviamente, quanto ao critério de solvência, estabelece-se como condição inicial para o financiamento que o valor presente dos ativos seja superior ao valor presente dos passivos.¹⁵ O crucial na postura *hedge*, entretanto, não é que o agente não se endivide, mas apenas que ele possui condições de pagar a dívida, sem ter que recorrer a novos financiamentos.

O segundo tipo é a postura *especulativa*. Não é a condição de solvência que a define, uma vez que o agente especulador também espera que o valor presente de suas receitas supere o de suas obrigações, esperança essa que é compartilhada pelo agente financiador. O que caracteriza esta postura é a violação da condição de liquidez, de forma que os pagamentos de dívida superam as receitas esperadas em alguns períodos, geralmente iniciais, o que obriga o agente a refinanciar o seu débito. O caráter especulativo deste agente se define por sua crença na “rolagem” da dívida pelo mercado financeiro, o que pode transformá-lo de líquido em insolvente. De fato, se o horizonte de tempo em que se efetuam os rendimentos dos ativos for muito superior àquele em que devem ser pagas as obrigações, o valor presente dos ativos se torna inferior ao dos passivos.

Quando a rolagem da dívida passa a se dar não apenas sobre o principal da dívida, mas também sobre os juros a pagar, de forma que o total da dívida cresça, a postura financeira passa a ser *Ponzi*. A unidade *Ponzi* é também *especulativa*, só que com o adendo de que o fluxo de receitas dos primeiros períodos é inferior ao pagamento dos juros de dívida dos mesmos períodos. Embora o critério

¹⁵ O valor presente dos ativos pode ser medido através do valor histórico, que é dado pela atualização dos fluxos de rendimentos esperados, ou do valor de liquidação, dado pelo preço de mercado dos ativos no instante de sua liquidação. Como este pode ser bastante diminuído quando um grande lote de ativos é posto a venda, os dois valores costumam diferir.

de solvência possa ser mantido, no sentido de que o agente realmente espera que o seu investimento seja solvente,¹⁶ a condição de liquidez, já violada pelo agente especulador, é mais do que quebrada. O caráter excessivamente especulativo do agente Ponzi é dado por sua crença de que tanto o principal da dívida, como o serviço desta, serão refinanciados pelo mercado financeiro.

As unidades *especulativa* e *Ponzi* são mais vulneráveis ao que se passa nos mercados financeiros no sentido de que uma elevação das taxas de juros coloca em risco suas condições de solvência, o que as obriga a se refinar. Se isto for feito como novo empréstimo, crescerão o principal e o serviço da dívida. Se, alternativamente, o refinanciamento assumir a forma de venda de ativos, o preço desses tende a cair, o que obrigará outras unidades a recorrer ao refinanciamento. Esse processo cumulativo amplia uma perturbação do funcionamento do sistema ao invés de resolvê-lo. Além do mais, “as unidades que são de início financeiramente ‘hedge’ podem transformar-se em unidades financeiramente especulativas e até mesmo Ponzi à medida que suas receitas se deterioreem, e deste modo ampliam as perturbações iniciais” (Minsky, 1992, p.26). Isto ocorreria, por exemplo, porque a elevação das taxas de juros diminui a demanda agregada e, em consequência, as receitas esperadas.

Em suma, a fragilidade financeira é tanto maior quanto mais elevada for a participação de unidades *especulativas* e *Ponzi*, diante às de financiamento *hedge*. Esta fragilidade financeira significa uma maior suscetibilidade da estrutura financeira a crises, uma vez que a primeira provoca a instabilidade financeira potencial. Como afirma Minsky, “financial fragility, which is a prerequisite for financial instability, is, fundamentally, a result of internal market processes.” (Minsky, 1986, p.251).

¹⁶ Se o critério de solvência é mantido por todos os tipos de posturas, o que realmente ele discrimina? Apesar de os dois critérios serem utilizados, o critério de liquidez possui um caráter discriminatório maior e, portanto, mais útil na tipologia das posturas financeiras. O que o critério de solvência permite perceber é a (in)viabilidade dos investimentos, seja pelo (des)compasso temporal entre ativos e passivos, seja por uma baixa (alta) das taxas de juros.

As posturas financeiras são utilizadas por Minsky para explicar o ciclo econômico. Para Minsky, este ciclo é financeiro, no sentido de que a fragilidade financeira, que é endógena à economia capitalista, é o que define o caráter cíclico dessa. Uma outra característica importante do ciclo em Minsky é que a reversão cíclica é uma questão de probabilidade. O aumento da fragilidade financeira leva à elevação da probabilidade de influência de choques externos, mas os pontos de reversão não são endógenos. A perspectiva da fragilidade explica o desequilíbrio acumulativo, mas não a reversão em si.¹⁷

Tomando como ponto de partida a economia no limite último da depressão, tem-se que as unidades *especulativas* e *Ponzi* já faliram e que o processo de declínio cumulativo da economia já se esgotou, uma vez que as unidades *hedge* que poderiam sobreviver já o fizeram. Os bancos sobreviventes, por sua vez, apresentam uma liquidez razoavelmente alta e possuem uma preferência pela liquidez também elevada. Os reflexos dessa situação para o lado real da economia são o baixo grau de utilização da capacidade produtiva e as altas taxas de desemprego.

A fase de recuperação é iniciada a partir da reversão das expectativas, quando o sucesso inicial dos primeiros *hedgers* e dos agentes que se autofinanciam faz com que a preferência pela liquidez comece a cair. A volta dos *hedgers* ao mercado financeiro se dá quando eles percebem uma relativa solidez de seus mercados, já que eles sobreviveram à recessão. Os bancos, por outro lado, diminuem sua preferência pela liquidez e retomam o fornecimento de empréstimos, inicialmente apenas para os *hedgers*. Essa fase cresce gradualmente na medida em que as expectativas dos bancos começam a melhorar quando os empréstimos, feitos inicialmente para os *hedgers*, vão sendo saldados. A busca por maior lucratividade obriga os bancos a aumentar a oferta de crédito (financiamento), expandindo este para posições mais especulativas.

¹⁷ Nesse sentido, Dymski parece ter razão quando constata que a pretensão de Minsky de explicar o ciclo através da fragilidade financeira endógena esbarra em sua incapacidade de endogeneizar os causadores da reversão cíclica. Esta questão, do ponto de vista de uma crítica marxista, também é tratada em Mollo (1988).

Com a abertura de novas possibilidades de investimento e, portanto, de financiamento deste, o que é possível graças à validação das estruturas financeiras, obtida pela elevação dos lucros que saldam as dívidas (Minsky, 1992, VI), atinge-se a prosperidade. Nesta, o índice de fragilidade financeira é elevado, por causa da crescente participação de unidades *especulativas* e *Ponzi*, mas ela só acabará se algo alterar as condições de financiamento. Isto, para Minsky, ocorre quando a oferta de crédito se detém. Em primeiro lugar, a razão disso pode ser a política monetária anticíclica da autoridade monetária. Períodos de prosperidade podem indicar pressões inflacionárias, e as autoridades monetárias tendem a implementar políticas monetárias restritivas, o que eleva a taxa de juros. Essa elevação leva ao aumento das dívidas financeiras e, conseqüentemente, ao crescimento da fragilidade financeira. Por outro lado, altas taxas de juros significam redução de demanda agregada e da expectativa dos retornos dos investimentos. O aumento da exposição dos empréstimos dos bancos reduz suas margens de segurança, o que eleva as preferências pela liquidez dos mesmos, podendo se constituir em um segundo fator de redução do crédito. Por último, o fim da prosperidade pode ocorrer por um choque exógeno (não sistêmico) qualquer, quando o grau de fragilidade financeira é alto.¹⁸

A reversão da prosperidade pode-se desdobrar em uma mera crise financeira ou em uma nova depressão econômica. Com a crise financeira, os tomadores de crédito procuram vender seus ativos para saldar as dívidas, uma vez que a preferência pela liquidez dos bancos aumentou. Isso provoca uma pressão vendedora no mercado de ativos que leva à redução dos preços dos mesmos, isto é, à elevação das taxas de juros, reduzindo a demanda agregada e piorando a crise financeira. Esse processo de “deflação de débitos” leva à transformação da crise financeira em uma depressão. Isso só não ocorre se a autoridade monetária fornecer a liquidez necessária para comprar o excesso de oferta de ativos. O mercado financeiro por si

¹⁸ Kregel (1999), por exemplo, ao analisar a crise asiática de 1997, mostra os efeitos de uma desvalorização cambial para as unidades que tomam empréstimos em moeda estrangeira.

só, sem a atuação da autoridade monetária como emprestadora de última instância, tende a provocar o ciclo econômico por causa da fragilidade financeira que ele mesmo cria.

E qual é o papel dos bancos no ciclo de Minsky? Será que eles não possuem nenhum, como leva a crer a crítica de Dymski? Obviamente que não! Os bancos possuem um papel diferenciado porque são eles que fornecem os empréstimos necessários para financiar os investimentos e refinar as posições devedoras de especuladores e agentes *Ponzi*. Assim, quando as expectativas começam a melhorar e a inadimplência a se reduzir, os bancos expandem o financiamento para posições mais especulativas, levando a economia rumo à prosperidade. Por outro lado, ao fazerem isto, eles estão, ao mesmo tempo, criando as condições para a nova reversão (crise). Se do ponto de vista individual, o banco acredita estar acompanhando o mercado de empréstimos, já que em determinado momento ele se encontra com recursos ociosos que podem ser emprestados, do ponto de vista da economia, eles estão, na verdade, criando esse mercado. É a capacidade especial de fornecer crédito que dá aos bancos a especificidade de criar as condições financeiras para as reversões cíclicas, embora eles não tenham essa percepção.

4. A firma bancária pós-keynesiana e a escolha de balanços

Se os efeitos macroeconômicos das decisões de empréstimos dos bancos são tão cruciais para a visão de Minsky, é preciso agora entender um pouco melhor como se dão suas escolhas de balanços. Para isso utiliza-se aqui uma abordagem pós-keynesiana para a teoria da firma bancária.¹⁹

Nessa abordagem, os bancos não são instituições passivas que fazem a mera intermediação entre agentes superavitários, ofertantes de poupança, e agentes deficitários, demandantes de investimentos, e que, portanto, não podem criar novos depósitos. Para essa abordagem, os

¹⁹ Esta abordagem pode ser encontrada, além dos trabalhos originais de Minsky, em desenvolvimentos recentes como os de Carvalho (1998), Paula (1998) e Paula (1999b).

bancos criam depósitos por valores recebidos, por um lado, e cancela depósitos em função de direitos exercidos contra ele próprio, por outro. A criação de depósitos pode se dar pelo depósito de recursos pelo público no banco, sendo que este abre um depósito contra o valor recebido (criação passiva), ou pela criação de depósitos “derivativos”, a partir da ampliação dos seus empréstimos (criação ativa de moeda bancária). Dada esta capacidade de criação de crédito, independentemente de depósitos prévios, o banco assume um comportamento maximizador procurando conciliar maiores retornos com a sua preferência pela liquidez, proveniente da incerteza frente aos acontecimentos da dinâmica financeira.

Os bancos podem realizar um gerenciamento do lado do ativo, procurando a melhor composição do portfólio de aplicações.²⁰ Isso define uma política de administração do ativo dos bancos, dado os seus passivos, no qual a decisão do volume de depósitos é da própria firma bancária, embora sem a possibilidade de decisão na sua composição.

Tabela 1 – Estrutura de balanço de um banco (administração do ativo)

ATIVOS	PASSIVO
Empréstimos de curto prazo	Depósitos a vista
Investimentos financeiros	
Empréstimos a clientes	

A (tabela 1) mostra a estrutura de balanço de um determinado banco hipotético. Nesta, o passivo é dado pelos depósitos a vista e o ativo por empréstimos de curto prazo, caracterizados por uma pequena rentabilidade e alto grau de liquidez, pois são renegociáveis no curto prazo sem perdas significativas, investimentos financeiros (títulos públicos ou privados) com rentabilidade e grau de liquidez médios, e adiantamentos a clientes (de mais longo prazo e não-comercializáveis), que têm pouca liquidez e alta rentabilidade. Sendo assim, o retorno do ativo aumenta dos empréstimos de curto prazo para os

²⁰ Esta primeira versão da abordagem da preferência pela liquidez dos bancos é encontrada em Keynes (1930, cap.25) e, portanto, restringe se ao contexto, às instituições e aos produtos financeiros da época.

empréstimos a clientes, ao mesmo tempo em que se reduz a liquidez do ativo. O risco de iliquidez é compensado pelo retorno do ativo. Em equilíbrio, todos os ativos devem render a mesma taxa própria de juros, que é composta pelos rendimentos esperados do ativo, pelo seu grau (prêmio) de liquidez, por sua valorização esperada, e pelo seu custo de manutenção. O critério de administração do ativo, que é dado pela conciliação da dicotomia *lucratividade-preferência pela liquidez*, depende do estado de confiança dos bancos perante aos acontecimentos. Uma maior incerteza implica uma maior preferência pela liquidez e, portanto, na priorização de ativos com maior liquidez e menor retorno na composição do portfólio. Caso contrário, uma menor incerteza, implica em posturas mais agressivas dos bancos na sua estrutura de balanço.

Essa versão de administração do ativo permite observar como se distribuem os recursos dentre os ativos, conforme a escolha de balanços, mas não o volume de recursos e, portanto, o volume de depósitos a vista que é criado. Apesar dessa limitação, a escolha de balanço pelo enfoque da administração do ativo tem uma implicação importante. Os empréstimos de curto prazo e os investimentos financeiros pertencem à circulação financeira, enquanto os empréstimos a clientes dizem respeito, em sua maioria, à circulação industrial. Dessa forma, ao observar a distribuição das aplicações entre os dois tipos de circulação, é possível perceber os impactos sobre o lado real da economia (produto, renda e emprego) da criação de crédito.

Minsky (1986), por outro lado, observou que os bancos operavam administrando seus portfólios de aplicações (ativos), antes dos anos 1960, mas, a partir dali, com o amplo processo de desregulamentação financeira, eles procuraram alterar suas estruturas de obrigações (passivos) e aumentaram seus graus de alavancagem (passivo total/patrimônio líquido). A administração do passivo²¹ se define pela

²¹ Na verdade, trata-se de administração de ativos, segundo o critério de conciliação da rentabilidade com a liquidez, e da administração dos passivos. A estratégia de balanço dos bancos se traduz na administração dos dois lados do balanço.

diversificação deste por intermédio da criação de novos produtos e instrumentos financeiros, que permitam aos bancos captar recursos além dos depósitos a vista, como pode ser visto na (tabela 2).

**Tabela 2 – Estrutura de balanço de um banco
(administração do passivo)**

ATIVOS	PASSIVOS
Empréstimos de curto prazo	Depósitos a vista
Investimentos financeiros	Depósitos a prazo
Empréstimos a clientes	Emissão de papéis

A administração do passivo é feita segundo o critério de que quanto mais fixo for o compromisso, menor será o risco no resgate dessas obrigações bancárias, além de se levar em conta o custo dessas obrigações, que é dado pela taxa de juros paga pelos bancos sobre seus passivos. Essa escolha dos bancos define o componente endógeno da oferta de moeda da economia, uma vez que os depósitos a vista constituem o passivo monetário, e os depósitos a prazo e os papéis emitidos definem o passivo não-monetário dos bancos. Por conseguinte, a determinação pelos bancos da composição de seus passivos altera o montante de liquidez criado na economia.

Portanto, percebe-se que as decisões dos bancos quanto à administração do ativo influirão no volume de recursos que serão fornecidos para financiamentos de investimentos que, por sua vez, determinarão o volume de renda, produto e emprego na economia; as decisões dos bancos, nesse sentido, é que irão criar as condições financeiras para o funcionamento cíclico da economia. Por outro lado, as decisões quanto à administração do passivo refletirão sobre a participação do passivo monetário dos bancos e, conseqüentemente, sobre suas capacidades de criação de liquidez. Ao contrário do que pensa Dymski, o desenvolvimento da perspectiva de Minsky permite entender os bancos com o duplo papel (criação de crédito e liquidez) que o primeiro acredita definir uma abordagem keynesiana.

5. Notas conclusivas: especificidades dos bancos em Minsky

Pelo que pode ser constatado, os bancos não são irrelevantes na obra de Minsky. Eles possuem um *status* teórico decisivo para os propósitos do autor. Na própria composição de seus portfólios, os bancos possuem maior participação de ativos financeiros do que outros agentes.

Embora os bancos sejam por natureza especulativos, justamente porque a forma que eles têm de obter lucros é a concessão de empréstimos de longo prazo, com base em empréstimos que eles tomam no curto prazo,²² o que já os diferencia dos outros agentes, é possível definir posturas financeiras para os bancos no que se refere às estratégias de operações de crédito. O volume e condições de oferta de crédito são determinados por conjecturas sobre o retorno dos empréstimos e pelo valor de mercado esperado dos ativos colaterais, que são oferecidos como garantias de um empréstimo. Sendo assim, conforme Minsky (1986), quando a ênfase no fluxo de caixa esperado é o principal critério no empréstimo, o que define um maior grau de conservadorismo na margem de segurança na administração do ativo bancário, define-se uma postura de financiamento *hedge*. Se, por outro lado, as expectativas são menos conservadoras, e a concessão de crédito passa a se basear principalmente no valor dos ativos colaterais, os bancos passam a adotar uma postura *especulativa* de financiamento. A postura *Ponzi*, por sua vez, é dada quando os empréstimos concedidos são baseados quase que exclusivamente no valor dos colaterais.

O que deve ser destacado aqui é que, diferentemente dos outros agentes, para os quais as posturas financeiras são definidas pelo perfil de financiamento de suas obrigações, as posturas financeiras dos bancos são determinadas pelo volume e condições de oferta de

²² “Consequently, a hedge-financing unit cannot have a large volume of demand debt. Contingent debts, unless the contingency follows some well-known actuarial rules – as is true for insurance – also cannot be a large part of the liabilities of a hedge unit. A commercial bank cannot be a hedge-financing unit.” (Minsky, 1986, p. 207).

financiamento que eles estipulam em sua relação com os tomadores de crédito. É por isso que as incertezas para os bancos são "...iguais ou maiores do que as que atingem o resto dos agentes, devido à natureza intrinsecamente especulativa de sua função de transformador de maturidades, dado que seus ativos são tipicamente menos líquidos do que as obrigações" (Paula, 1999b, p.183).

Outra especificidade dos bancos é que suas decisões na escolha dos balanços influem na criação de liquidez e de crédito, que influirão decisivamente na determinação das principais variáveis da economia. A decisão quanto à composição dos ativos define a participação nos portfólios dos bancos dos financiamentos para investimentos, e estes determinam o volume de emprego, produto e renda na economia. Este ativismo dos bancos ainda afeta o comportamento do nível geral de preços. A administração do passivo dos bancos define a proporção entre o passivo monetário e o não-monetário, ou seja, a participação dos bancos na criação de liquidez da economia (Minsky, 1986, p. 223).

Essas decisões dos bancos afetam o comportamento das principais variáveis econômicas, só que de forma cíclica. Como foi visto, essas decisões de empréstimos criam as condições de fragilidade financeira que possibilitam a reversão cíclica, além de reforçar as pressões desequilibradoras no ciclo, dados os choques exógenos. Desta forma, se o ciclo na economia capitalista, conforme descrito por Minsky, é financeiro, isto se deve ao comportamento específico e diferenciado dos bancos em relação aos demais agentes.

Se o comportamento dos bancos é tão decisivo assim para a análise que Minsky faz da economia capitalista, por que ele afirmou, em determinados momentos, que todos os agentes se comportam como se fossem bancos, por possuírem fluxos de caixa de receitas e obrigações? Ao que parece, a intenção de Minsky ao comparar todos os agentes aos bancos, na determinação de seus portfólios e obrigações, era justamente ressaltar, o que não tinha sido feito ainda, que qualquer decisão quanto à aquisição de um ativo implica na sua forma de financiamento e, portanto, na criação de uma obrigação a saldar. As afirmações de Minsky foram feitas no sentido de ressaltar que as escolhas dos agentes são feitas sobre os balanços, e não meramente sobre a composição de portfólio. Daí a afirmar que somos todos ban-

cos, há uma enorme diferença, que Minsky, talvez, não tenha ressaltado de forma precisa.

Referências bibliográficas

- CARVALHO, F. C. (1992) "Mr. Keynes and the Post-keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy". Londres: Edward Elgar.
- _____. (1998) On Bank's Liquidity Preference. Texto apresentado no 5º Workshop Internacional JPKE. Knoxville: University of Tennessee, Julho.
- DYMSKI, G. A. (1988) A Keynesian Theory of Bank Behavior. *Journal of Post Keynesian Economics*, 10 (4), summer, 499-526.
- _____. (1989) Keynesian versus Credit Theories of Money and Banking: a reply to Wray. *Journal of Post Keynesian Economics*, 12 (1), fall, 157-163.
- HICKS, J. (1967) *Critical Essays in Monetary Theory*. Oxford: Oxford University Press.
- KEYNES, J. M. (1930) **A Treatise on Money**. Vol. 2, Londres: Macmillan.
- _____. (1985) **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. Coleção *Os Economistas*, 2ª edição, São Paulo: Nova Cultural.
- KREGEL, J. A. (1999) Yes, "It" did Happen Again – a Minsky crisis happened in Asia. Mimeo.
- MINSKY, H. (1975) **John Maynard Keynes**. Nova York: Columbia University Press.
- _____. (1982) Can "It" Happen Again?: essays on instability and finance. M.E. Sharpe, Inc. Nova York: Armonk.
- _____. (1986) **Stabilizing na Unstable Economy**. New Haven: Yale University Press.
- _____. (1992) Financiamento e Lucros. *Cadernos da Ange* n. 2. Rio de Janeiro: Ange.
- MOLLO, M.L.R.(1988) Instabilidade do Capitalismo, Incerteza e Papel das Autoridades Monetárias: uma leitura de Minsky. **Revista de Economia Política** (29), vol. 8, n.1, janeiro/março.
- PAULA, L. F. R.(1998) Comportamento dos Bancos, Posturas Financeiras e Oferta de Crédito: de Keynes a Minsky. **Revista Análise Econômica**, 16 (29), março.
- _____. (1999a) Dinâmica da Firma Bancária: uma abordagem não-convencional. **Revista Brasileira de Economia**, 53 (3), julho/setembro.

_____. (1999b) *Teoria da Firma Bancária*. In: Lima, G.T., Sicsú, J. & Paula, L. F. R. (orgs.) **Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea**. Rio de Janeiro: Ed. Campus.

WRAY, L. R. (1989) A Keynesian Theory of Banking: a comment on Dymski. *Journal of Post Keynesian Economics*, 12 (1), fall, 152-156.