

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**LUCAS SOUZA BEPPLER**

**UMA AVALIAÇÃO DAS FINANÇAS PÚBLICAS NO BRASIL NO PERÍODO 2009-  
2013 POR MEIO DA TAXONOMIA MINSKYANA DE POSTURAS FINANCEIRAS**

Porto Alegre  
2015

**LUCAS SOUZA BEPPLER**

**UMA AVALIAÇÃO DAS FINANÇAS PÚBLICAS NO BRASIL NO PERÍODO 2009-  
2013 POR MEIO DA TAXONOMIA MINSKYANA DE POSTURAS FINANCEIRAS**

Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentado ao Curso de Graduação em  
Ciências Econômicas da Universidade  
Federal do Rio Grande do Sul como  
requisito parcial à obtenção do título de  
Bacharel em Economia

Orientador: Prof. Dr. Ronaldo Herrlein  
Júnior

Porto Alegre

2015

**LUCAS SOUZA BEPLER**

**UMA AVALIAÇÃO DAS FINANÇAS PÚBLICAS NO BRASIL NO PERÍODO 2009-  
2013 POR MEIO DA TAXONOMIA MINSKYANA DE POSTURAS FINANCEIRAS**

Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentado ao Curso de Graduação em  
Ciências Econômicas da Universidade  
Federal do Rio Grande do Sul como  
requisito parcial à obtenção do título de  
Bacharel em Economia

Aprovada em: Porto Alegre, \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2015.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Ronaldo Herrlein Júnior – Orientador  
UFRGS

---

Prof. Dr. Eugenio Lagemann  
UFRGS

---

Prof. Dr. Antônio Ernani Martins Lima  
UFRGS

## **AGRADECIMENTOS**

Gostaria de agradecer, primeiramente, a meu orientador Prof. Ronaldo Herrlein Jr. por todo o apoio não somente na elaboração deste projeto, mas em grande parte de minha vida acadêmica, visto os longos projetos nos quais trabalhamos juntos. Gostaria de agradecer também a minha família, pelo apoio emocional incondicional e pelo indispensável apoio financeiro. Agradeço também a Vitor Costa, André Manica e Henrique Grazziotin, que fizeram parte do grupo de estudos do qual surgiu a ideia desse trabalho. Agradeço ainda a todos os meus amigos que estiveram comigo nessa trajetória. Em especial, entretanto, gostaria de agradecer a minha namorada, Carmem Fruhauf de Oliveira, o pilar que me sustentou durante toda essa jornada. Pelas inúmeras provas e trabalhos que enfrentamos juntos, pelos inúmeros dias e noites de estudo, e por muito nervosismo que, no final, era coberto por energia, alegria e carinho, agradeço de coração.

## RESUMO

O objetivo principal do trabalho é classificar o setor público brasileiro, no período 2009-2013, ano a ano, em uma das três categorias de posição financeira desenvolvidas por Minsky: Hedge, Especulativa e Ponzi. Assim, poderá ser feita uma avaliação clara e concisa da situação do setor público agregado brasileiro no período pós-crise, avaliando seu poder estabilizador. O trabalho também objetiva realizar uma extensa revisão da literatura Minskyana, não retendo-se, assim, às análises das três categorias, exaustivamente exploradas por outros autores. A teoria Minskyana atem-se muito à noção de estabilidade desestabilizadora. Buscar-se-á analisar mais a fundo os porquês desta tendência endógena do sistema de direcionamento rumo às crises, seja através da leitura dos diversos textos produzidos pelo autor ao longo de sua vida, em especial os capítulos 8 e 9 do livro Estabilizando uma Economia Instável, seja pela leitura de autores complementares. Além disso, tópicos complexos, como as relações entre os preços de oferta e de demanda, também serão averiguados. O que o trabalho revela é que a posição financeira do setor público ao longo do período 2009-2013 esteve na categoria Especulativa, o que pode ser preocupante.

**Palavras-chave:** Minsky. Crise financeira. Fragilidade. Setor Público. Taxonomia Hedge, Especulativa e Ponzi.

## **ABSTRACT**

The main objective of this paper is to classify the Brazilian public sector, between 2009 and 2013, year by year, in one of the three financial position categories developed by Minsky: Hedge, Speculative and Ponzi. Thus, it will be possible to make a clear and concise evaluation of the situation of the Brazilian public sector in the post crisis period, evaluating its stabilizing power. The paper also tries to accomplish an extensive review of the Minsky's literature, not being limited to the analysis of the three categories, exhaustively explored by other authors. Minsky's theory sticks to the idea of destabilizing stability. This paper will make a deeper analysis about the reasons of the endogenous tendency towards crises, either by the reading of several papers made by Minsky throughout his life, especially chapter 8 and 9 of his book *Stabilizing and Unstable Economy*, or by the reading of additional authors. Furthermore, complex topics, such as the relations between demand and supply prices, will also be investigated. What the study reveals is that the public sector's financial position was in a Speculative position from 2009 to 2013, which may cause some concern.

**Key-Words:** Minsky. Financial Crisis. Fragility. Public Sector. Hedge, Speculative and Ponzi Taxonomy.

# SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	8
<b>2 A TEORIA MINSKYANA REVISITADA</b> .....	10
2.1 Contextualização Teórica.....	10
2.2 Estabilidade desestabilizadora .....	12
2.3 Sistema de dois preços.....	14
2.4 A taxonomia Hedge, Especulativa e Ponzi .....	24
2.5 O papel do setor público.....	29
<b>3 A TAXONOMIA HEDGE, ESPECULATIVA E PONZI APLICADA AO SETOR PÚBLICO BRASILEIRO</b> .....	32
3.1 Adaptação do modelo Minskyano ao Setor Público .....	32
3.2 O Índice de Situação Financeira do Setor Público aplicado ao caso brasileiro.....	35
<b>4 CONCLUSÃO</b> .....	45
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	46
<b>ANEXO – Consolidação das Contas Públicas: Receitas Totais e Despesas Totais (correntes primárias e financeiras) de 2009 a 2013</b> .....	50

## 1 INTRODUÇÃO

Ao longo dos últimos dez anos, tanto a economia brasileira como a economia mundial passaram por momentos singulares, advindos de uma crise financeira sem precedentes em quase um século. Estudar como se desenrolou esse intervalo (2009-2013, especificamente) no Brasil é buscar compreender os motivos da atual fragilidade econômica do país. A teoria de Hyman P. Minsky insere-se perfeitamente neste contexto. Devido ao caráter cíclico e intrinsecamente instável que confere à economia capitalista, na qual a crise é um elemento chave, a teoria Minskyana, elaborada desde os anos 1960 e 1970, voltou a ganhar força, sendo usada para explicar os recentes episódios de crises financeiras ocorridos em países subdesenvolvidos ou em desenvolvimento (SUMMA, 2005, p. 1). Minsky, de forma geral, evidencia como a estabilidade do sistema leva a sua instabilidade. Os momentos de calma e otimismo fazem com que ocorra uma alavancagem excessiva na economia, especialmente naquelas de setores financeiros altamente desenvolvidos. Fatores como o crédito, financiamento e endividamento, assim, são cerne da análise Minskyana. A famosa taxonomia do autor, que categoriza as firmas e os bancos em posições financeiras com maior ou menor grau de fragilidade, ganha destaque no estudo aqui desenvolvido. A situação Hedge é aquela de posição mais segura, seguida pela Especulativa, de posição mais vulnerável que a anterior, e pela posição Ponzi, arranjo associado, muitas vezes, a práticas aventureiras e fraudulentas.

Através desta taxonomia, desenvolver-se-á, aqui, um estudo a respeito da posição financeira do setor público brasileiro nos anos subsequentes à crise originada no mercado *subprime* norte americano em 2007 e 2008. A relevância do setor público nas economias de produção capitalista caracterizou-se por diferentes magnitudes, especialmente no século XX, dado o contraste de ideias das principais correntes de pensamento que vigoraram no período. Na teoria Minskyana observa-se um importante papel do setor público de agente estabilizador da economia, especialmente quando se leva em consideração a ideia de Big Government desenvolvida por Minsky. Para avaliar essa capacidade estabilizadora, a posição financeira do setor público torna-se fundamental.



A combinação da abordagem Minskyana e do setor público vai ao encontro de uma tendência clarificadora da importância deste setor nos estudos do autor, fato ainda obscuro. “[...] *despite the relevance of his [Minsky] analysis of the public sector, his thought has been largely neglected and the Minskian contribution has mainly been seen as linked to the operation of the private sector, with focus on analysis of the macroeconomic effects of investment decisions. Only recently have some important studies begun to reflect on specific aspects of Minsky’s position*” (MASTROMATTEO, 2009, p. 1). O próprio Minsky justifica a necessidade de um estudo voltado ao setor público. “*In the modern world, analyses of financial relations and their implications for system behavior cannot be restricted to the liability structure of businesses and the cash flows they entail.*” (MINSKY, 1992, p. 4).

A teoria Minskyana e, mais especificamente, a taxonomia Hedge, Especulativa e Ponzi adequam-se, assim, aos objetivos aqui propostos. Tal fato é evidenciado caso seja levada em conta a praticidade teórica e de exposição do autor, visto que, em seus escritos, Minsky desenvolveu grande parte das ideias de forma descritiva, sem entrar em grandes detalhes matemáticos (SALLES, 2014, p. 41). Como base para o estudo aqui desenvolvido, foi utilizado o artigo “A Hipótese Minskyana de Fragilidade Financeira Aplicada ao Setor Público: uma análise para a economia brasileira no período 2000-2008” (TERRA, 2011) de Fábio Henrique Bittes Terra.

## 2 A TEORIA MINSKYANA REVISITADA

### 2.1 Contextualização Teórica

A interpretação dos *business cycles* derivada da teoria de Hyman P. Minsky ganhou novo apreço nas últimas décadas. As crises financeiras dos anos 1990 e 2000 foram ao encontro das premissas elaboradas pelo autor quanto à fragilidade do sistema financeiro, apresentadas meio século antes. O colapso do mercado em 2007, entretanto, foi o gatilho preponderante para a ascensão do uso e compreensão de suas ideias. Mesmo que sua relevância seja atualmente inquestionável, o autor sempre esteve à frente de seu tempo. *“It is important to remember that Minsky’s first work on financial instability came in the late 1950s, accurately predicting the transformation of the economy that would not become apparent for nearly a generation.”* (PAPADIMITIROU & WRAY, 2008, p. 1).

A visão Minskyana trabalha com hipóteses de instabilidade e fragilidade, lidando de modo singular e bem articulado com o contexto e as ramificações das crises financeiras. Em seu estudo, adota-se a concepção de que os fenômenos econômicos surgem como produtos de múltiplas decisões parcialmente racionais, tomadas de maneira descentralizada e a partir de um conjunto informacional limitado, que suscitam procedimentos locais de interação e inferência, como indica Prado (2006) citado por Silva (2008). A abordagem Minskyana adequa-se perfeitamente à abordagem das crises também porque: *“[The theory] is able to articulate an alternative vision in which disequilibrium, instability, limited rationality, and subjective features play a crucial role.”* (VERCELLI, 2009, p. 3).

A predileção do autor pelo enfoque nas crises fica ainda mais evidente quando observamos o contexto de desenvolvimento de suas ideias. Minsky formou-se no início da década de 1940, recebendo forte influência dos pensadores da grande depressão de 1930, especialmente Keynes<sup>1</sup>. Após, vivenciou um período de calma e crescimento relativamente extenso até confrontar-se novamente, a partir do final da

---

<sup>1</sup> De acordo com Papadimitriou e Wray, a teoria dos ciclos de Minsky: *“[...] derived from combining two things: the famous exposition found in Keynes’s Chapter 12 of the General Theory, which focuses on the inherent instability of investment decisions as they are made in conditions of fundamental uncertainty, and the approach taken in Chapter 17 to valuation of financial and capital assets.”* (PAPADIMITIROU & WRAY, 2008, p. 12).

década de 1960, com novos e sucessivos períodos de fragilidade financeira. De acordo com Lourenço (2006):

O período formativo de seu pensamento básico sobre a instabilidade financeira parece se situar entre o final dos anos 50 e o início dos anos 70 e refletir, sobretudo, a experiência estadunidense das sucessivas crises financeiras, ocorridas nos anos de 66, 70 e 73-75, bem como, obviamente, o espectro da própria Grande Depressão dos trinta (LOURENÇO, 2006, p. 3).

De forma geral, Minsky desenvolveu uma teoria visando a análise da dinâmica dos ciclos econômicos, além de possíveis estratégias para amenizá-los. No campo da teoria dos ciclos, Schumpeter, citado por Lourenço (2006) cataloga duas formas destes, sendo a segunda mais adequada ao estudo desenvolvido por Minsky.

A primeira vê o comportamento endógeno da economia como essencialmente coerente e equilibrado, projetando-se no tempo na forma de um crescimento estacionário (*steady state growth*). De acordo com esta visão, o ciclo seria resultado essencialmente de choques exógenos aleatórios ou induzidos pela própria intervenção governamental, e não dos processos econômicos capitalistas *per se*, considerados sempre coerentes. A segunda corrente de interpretação concernente aos ciclos visualiza-os como decorrentes do funcionamento endógeno da economia. A própria busca dos agentes pelos seus objetivos econômicos (lucro, utilidade) desencadearia movimentos cumulativos, com retroalimentação positiva, e que cedo ou tarde acabariam sendo revertidos também endogenamente. (LOURENÇO, 2006, p. 5).

Embora mantidos os princípios fundamentais, as ideias do autor mostraram-se relativamente adaptáveis ao longo do tempo. Notam-se algumas tentativas (por parte do próprio Minsky) quanto à atualização de sua teoria, como, por exemplo, a passagem de um corpo teórico relacionado a economias fechadas para um relacionado a economias abertas. Seu cerne tradicional, entretanto, já traz referencial teórico suficiente, sendo, então, o centro do estudo aqui proposto. Mesmo sem os esforços de atualização, o estudo de Minsky já teria sua validade contemporânea comprovada, vide o altíssimo número de estudos recentes a respeito de suas formulações mais antigas, apresentadas décadas atrás. Mesmo que algumas críticas

possam ser observadas<sup>2</sup>, seu estudo em momento algum se mostra obsoleto, e suas derivações teóricas ainda podem ser usadas para comprovações empíricas atuais. Indo além, Galbraith e Munevar (2008) identificam a possibilidade de extensão do estudo Minskyano para outras áreas.

*This key notion is based on a clear and detailed analysis of modern financial capitalism, but it is also rooted on human psychology and behavior. There is nothing that restricts the application of Minsky's insight to the pecuniary realm. It is therefore astonishing how little has been done to extend the basic conceptual framework to other areas of social science (GALBRAITH e MUNEVAR, 2008. p. 1).*

No campo econômico, a contribuição de Minsky pode ser resumida, de acordo com Lourenço (2006), em:

- a) uma interpretação “financeira” da Teoria Geral e uma crítica da interpretação convencional desta;
- b) uma contribuição teórica fundamental, a hipótese de instabilidade financeira, e outras subsidiárias, como sua teoria da inflação;
- c) contribuições sobre dinâmica institucional, como, por exemplo, a análise da atividade bancária, das inovações financeiras e dos bancos centrais;
- d) contribuições à reconstituição histórica e interpretação das crises financeiras estadunidenses e mundiais, da Grande Depressão dos anos trinta às do início dos anos 1990;
- e) contribuições normativas, abarcando desde uma proposta bastante ampla de reformulação de toda política econômica e social até questões pontuais, como o exame dos bancos pelas autoridades regulatórias.

Na revisão das ideias Minskyanas, o estudo aqui presente focar-se-á principalmente nos itens “b” e “e”.

## 2.2 Estabilidade desestabilizadora

A complexidade da economia quando é prevalecente o modo de produção capitalista em suas formas mais evoluídas é um dos pontos de partida da teoria

---

<sup>2</sup> Para mais informações, ver Vercelli (2009).

Minskyana. É necessário, entretanto, precisar o que se quer dizer por economia capitalista:

*In a capitalist economy, the means of production are privately owned: the difference between total revenues and labor costs provides income to the owners of capital assets. Furthermore, capital assets can be both traded and hypothecated (pledged as collateral for loans). In addition, financial instruments resulting from hypothecating or pledging means of production or future incomes can be traded. Because capital and financial assets can be traded, they have prices (MINSKY, 2008a, p. 194).*

Já por formas mais evoluídas do capitalismo entendem-se aquelas nas quais os elementos financeiros nacionais e internacionais têm importante participação na realização do arranjo econômico como um todo. Minsky evidencia as relações financeiras dos agentes e expõe como elas influenciam os ciclos econômicos.

A formulação mais radical para a [...] interpenetração entre as esferas real e financeira está na chamada hipótese de instabilidade financeira de Minsky. Vários autores dedicam-se a levar adiante tal formulação, enfocando a contribuição disruptiva das unidades fundamentais de uma economia capitalista, qual sejam empresas, firmas, governo, e bancos (SILVA, 2008, p. 3).

Em uma primeira análise, constata-se que períodos de estabilidade são capazes de alimentar a instabilidade, visto que os agentes almejam seus próprios interesses. A noção de instabilidade financeira está ligada especialmente ao sistema de crédito e às decisões de portfólio das empresas. Os princípios fundamentais desta instabilidade são:

1. Mecânicas de mercados capitalistas não podem levar a um equilíbrio sustentado, com preços estáveis e de pleno emprego;
2. Prolongados *business cycles* devem-se aos atributos financeiros essenciais ao capitalismo.

Enquanto os negócios são prósperos e uma atmosfera de euforia paira sobre os agentes, o *boom* econômico sucede e alavanca (excessivamente) a economia. Quando o cenário otimista altera-se e as expectativas dos agentes são revisadas, a alavancagem é extremamente reduzida e a crise arrebenta. Isso ocorre porque “[...] *the acceptable and the desired liability structures of business firms (corporations) and*

*the organizations acting as middlemen in finance change in response to the success of the economy.*" (MINSKY, 2008a, p. 193). Os períodos imediatamente pré e pós-crise são de grande importância para a análise teórica; períodos estáveis, entretanto, têm uma importância maior na análise da instabilidade, visto que levam à emergência da fragilidade.

Os momentos de crise podem:

[...] assumir a forma de: inflações interativas, bolhas especulativas ou deflações de débitos inter-relacionadas; [...] à medida que estas turbulências se estabelecem, vão adquirindo movimento próprio; porém, tal comportamento, cedo ou tarde, tenderá a ser revertido, seja por restrições (institucionais ou práticas), por intervenções de política, [e etc] (LOURENÇO, 2006, p. 2).

Um eventual novo período de calma e estabilização tenderia novamente a desestruturar-se, e assim o ciclo se repetiria. As firmas, de forma geral, ao longo do processo de fragilização econômica, movem-se de posições financeiras mais seguras para posições financeiras mais fragilizadas e altamente dependentes do mercado financeiro. GALBRAITH e MUNEVAR (2008) sintetizam:

*The concept of systemic instability is the cornerstone of Hyman Minsky's work. Minsky argued that system dynamics inherent to capitalism breed fragility and crisis, as stability spurs risky behavior, and risky behavior leads to crisis. As he put it, most succinctly: "stability is destabilizing"* (GALBRAITH e MUNEVAR, 2008. p. 1).

## 2.3 Sistema de dois preços

Propriedades fundamentais dos ciclos econômicos são determinadas pelas relações entre lucros, mercado financeiro e investimentos. Tais fatores são centrais na análise da fragilidade econômica desenvolvida por Minsky, também conhecida como Hipótese de Fragilidade Financeira (HFF)<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Usualmente chamada de FIH, do inglês *Financial Fragility Hypothesis*.

Os lucros (e suas realizações futuras) “[...] *motivate and reward business; they function to validate the past and induce the future.* (MINSKY, 2008a, p. 191). Ainda,

*Expectations of business profits determine both the flow of financing contracts to business and the market price of existing financing contracts. Profit realizations determine whether the commitments in financial contracts are fulfilled—whether financial assets perform as the pro formas indicated by the negotiations* (MINSKY, 1992, p. 4).

Os determinantes do mercado financeiro afetam o comportamento e a viabilidade dos agentes econômicos. “*Cash-flow commitments, present-value calculations, and liquid-asset holdings determine how developments in financial markets affect the behavior and the viability of economic units.*” (MINSKY, 2008a, p. 192). Como resultado, a estabilidade econômica: “[...] *depends upon the way investment and positions in capital assets are financed. It will be argued that instability is determined by mechanisms within the system, not outside it.*” (MINSKY, 2008a, p. 192). As práticas financeiras e as estruturas de compromissos financeiros variam ao longo dos anos, alterando, assim, o comportamento dos agentes e da economia como um todo no decorrer do tempo.

Quanto ao investimento, Costa (1999) corrobora com a ideia de que a decisão de investir, como parte integrante da composição do portfólio, num estado de incerteza, é peça central à análise econômica (COSTA, 1999, p. 218). Uma vez compreendidos, os determinantes do investimento permitem a elaboração de um diagnóstico completo a respeito da fragilidade financeira, visto que “[...] *investment is the essential determinant of the path of a capitalist economy.*” (MINSKY, 2008a, p. 191). Como já mencionado, ativos financeiros e de capital, na economia capitalista aqui estudada, pela capacidade de serem comercializáveis, podem ser precificados, e tais preços são determinados nos mercados. Ambos devem gerar rendimentos depois de determinado período, fazendo com que o mercado capitalize fluxos de renda contratuais ou contingentes de diversos ativos em preços correntes. Tais ativos de capital podem ser produzidos, e a produção desses ativos é o investimento. O preço que compradores estão dispostos a pagar pelo investimento (a demanda por esses ativos) é derivado da receita que o ativo de capital ou financeiro deve gerar no futuro. E essa receita esperada que o ativo reserva a seu dono influi diretamente na

economia ao afetar um dos preços do sistema de dois preços desenvolvido por Minsky: o preço de demanda pelos bens de investimento.

Minsky desenvolveu um sistema de preços no qual distingue um preço para ativos e outro preço para a produção corrente. Dentro do complexo arcabouço teórico desenvolvido pelo autor neste segmento, Papadimitirou & Wray buscaram sintetizar a diferença entre ambos os preços, relacionando-os aos riscos do prestador e do tomador. Para os preços de produção corrente (também chamados de preço de oferta quando tratamos de bens de investimento):

*Current output prices can be taken as determined by "cost plus a mark-up," set at a level that will generate profits. This price system covers consumer goods and services, investment goods, and even goods and services purchased by government. In the case of investment goods, the current output price is effectively a supply price of capital - the price just sufficient to induce a supplier to provide new capital assets. However, this simplified analysis can be applied only to purchases of capital that can be financed out of internal funds. If external (borrowed) funds are involved, then the supply price of capital also includes explicit finance costs - most importantly the interest rate but also all other fees and costs-that is, supply price increases due to "lender's risk" (PAPADIMITIROU & WRAY, 2008, p. 15).*

O preço de oferta corresponde ao custo de se produzir uma unidade a mais de ativos de capital. O custo de produção desses ativos (o custo do investimento) é um custo que entra no preço de oferta assim como o custo associado ao trabalho e a compras de *inputs*. Assim, caso seja necessário tomar emprestado para, por exemplo, pagar salários, os custos aumentam devido aos juros (e, conseqüentemente, o preço).

Já para os preços dos ativos de capital ou financeiro (também chamados de preço de demanda):

*Except for money, the most liquid asset, these assets are expected to generate a stream of income and possibly capital gains. [...] the prospective income stream cannot be known with certainty and thus depends on subjective expectations. We obtain a demand price for capital assets from this asset price system: how much would one pay for the asset, given expectations concerning the future net revenues that it can generate? This calculus is, however, too simplistic, because it ignores the financing arrangements. Minsky argued that the price someone is willing to pay depends on the amount of external finance required - greater borrowing exposes the buyer to higher*



*risk of insolvency. This is why "borrower's risk" must also be incorporated into demand prices (PAPADIMITIROU & WRAY, 2008, p. 15).*

Tal definição vai ao encontro do que estava sendo desenvolvido anteriormente. O preço que um agente está disposto a pagar para investir está relacionado ao rendimento esperado que o ativo, produzido pelo investimento, pode gerar. Quanto maior o rendimento que um ativo fornece, maior a disposição a pagar por parte do comprador. O preço de ativos de capital é um preço de demanda para bens de investimento.

Quando o nível de preços dos ativos de capital é alto relativo ao nível de preços da produção corrente, há boas condições para se investir (o preço de disposição a pagar é maior que o custo corrente de produção). Caso o cenário seja oposto, o investimento não é favorecido e isso pode indicar uma recessão. Assim, para que haja um montante apropriado de investimentos, o preço dos ativos deve ser maior do que o preço de produção corrente, e o que determina tal relação são os fluxos de lucro esperados e presentes (quanto maiores, maior a disposição a pagar pelo ativo).

Ambos os preços, entretanto, não podem ser tratados separadamente, visto que os bens de investimento fazem parte da produção corrente e também podem vir a ser parte dos ativos de capital já existentes. Eles devem ter, assim, preços em sua propriedade como produção corrente consistentes com seus preços como bens de capital. *"The prices of current output and of capital assets depend upon different variables and are determined in different markets. The prices however are linked, for investment output<sup>4</sup> is part of current output."* (MINSKY, 2008a, p.196).

Por tratarem da produção corrente, tais preços dependem: "[...] of the *money wage rates, the productivity of labor with the existing capital assets, and the markups.*" (MINSKY, 2008a, p. 200). Já os preços dos ativos de capital (ou financeiro) dependem: "[...] of the *quantity of money, the value placed upon liquidity<sup>5</sup>, and the income and liquidity characteristics of the various capital and financial assets.*" (MINSKY, 2008a, p. 200). Dependem da quantidade de dinheiro, em geral, em razão inversa, visto que, quanto mais dinheiro (dólar) existente em relação aos ativos, maior é o preço desses

---

<sup>4</sup> A tradução utilizada para *investment output* neste estudo é bem de investimento.

<sup>5</sup> Para Minsky, liquidez "[...] *is the ability of an asset to yield cash when needed and with slight variation in the amount.*" (MINSKY, 2008a, p. 202).

ativos. Ainda, quanto maior o rendimento esperado que o ativo, em tese, proporciona, maior o seu valor. A maior ou menor preferência pela liquidez, por parte dos agentes, também é fundamental.

Para Minsky, planejar um investimento envolve dois conjuntos de decisão por parte da firma. Um deles envolve o custo de investir (produzir), enquanto o outro envolve o financiamento dos ativos de capital (comprar). Como já mencionado, o custo de produção de um investimento é um custo que entra no preço de oferta, assim como *labor costs*. Com o pagamento dos salários mediante tomada de empréstimo, incorpora-se aos custos efetivos o pagamento de juros. O custo da produção e, presumidamente, o preço de oferta de todos os produtos incluem um item de custo que reflete a taxa de juros, especialmente aqueles *outputs* com períodos mais longos de produção. O financiamento da produção é tipicamente de curto prazo, e muitas das operações envolvem os bancos. Já o financiamento de ativos de capital envolve a decisão de comprá-los ou não e tal decisão “[...] is, basically, a decision to put out liabilities.” (MINSKY, 2008a, p. 206). Em contrapartida aos financiamentos de curto prazo, financiamentos permanentes são aqueles de longa duração. Ao tomar uma decisão de investimento, no qual o período de gestação é relevante, opiniões presentes a respeito do financiamento de longo prazo envolvem conjecturas sobre o montante de ganhos atuais e as condições do mercado financeiro no momento de realização do financiamento.

Assim:

*The decision to invest involves a supply function of investment, which depends upon labor costs and short-term interest rates, a demand function for investment, which is derived from the price of capital assets, and the anticipated structure and conditions of financing.* (MINSKY, 2008a, p. 207).

A instabilidade do investimento contribui de forma direta para a instabilidade do sistema como um todo. “*Expectations of profits depend upon investment in the future, and realized profits are determined by investment.*” (MINSKY, 1992, p. 4). Investimentos influenciam tanto a realização (ou não realização) de passivos quanto de outros investimentos, dado que os agentes investem no presente devido a sua crença de que investimentos também serão realizados no futuro. De acordo com Silva (2008):

Empresários [...] fixam um nível de investimento desejado a ser realizado no próximo período. Nessa primeira etapa o valor presente é calculado com base na taxa a partir da qual se pode levantar recursos no mercado, corrigida por uma medida para o grau de incerteza<sup>6</sup>. De tal sorte o nível de investimento assim obtido depende da rentabilidade dos instrumentos financeiros dos quais é possível lançar-se mão para captar poder de compra de terceiros (títulos, ações, empréstimos, etc.) (SILVA, 2008, p. 4).

O nível de investimento, entretanto, é diretamente dependente da possibilidade de financiamento, interno e externo.

*The investment decision is based upon expected flows of internal and external funds. But the flows of internal funds to investing units depends upon the performance of the economy during the period between the decision to invest and the completion of the investment. Thus, there is an element of uncertainty in the decision to invest that has nothing to do with whether the investment will perform as the technologists indicated and whether the market for the product of the investment will be strong (MINSKY, 2008a, p. 207).*

Se a situação corrente da empresa (financiamento interno) e a avaliação das instituições que provém financiamento (financiamento externo) estiverem em desarranjo, o nível de investimento desejado não se realiza. “O nível de investimento obtido ao final é aquele que ‘passa no crivo’ das condições de financiamento, restando apenas ao empresário a tarefa de implementá-lo.” (SILVA, 2008, p. 4). As margens de segurança<sup>7</sup> afetam os planos de financiamento das unidades investidoras. A razão entre financiamento interno e externo muda ao longo do tempo para refletir a experiência econômica. Se a experiência recente mostra que débitos são pagos facilmente, então maiores montantes emprestáveis são disponibilizados. Além disso, as visões de banqueiros e homens de negócio sobre financiamento refletem suas opiniões a respeito das incertezas que vão enfrentar. Uma história de sucesso diminui

---

<sup>6</sup> “Uncertainty is largely a matter of dealing today with a future that by its very nature is highly conjectural. In a world with uncertainty, units make do with and react to the often surprising fruits of past decisions as they ripen.” (MINSKY, 2008a, p. 207).

<sup>7</sup> “Two measures of the margin of safety are the ratio of the cash flows due on debt to the cash flow debtors receive and the ratio of the present value of expected cash flows discounted over the future to the face value of outstanding debts.” (MINSKY, 2008a, p. 55).

as margens de segurança exigidas por estes agentes, por exemplo. Fica evidente, assim, que o investimento é um fenômeno social.

Em resumo:

*During periods in which financial markets operate smoothly engineering and marketing considerations may be the dominant factors determining investment. The technical demand for capacity, as determined by extrapolations of past behavior and the profitability of existing capacity, dominate in determining investment during such periods. In periods when the above does not rule, financial market conditions are of greater importance; the technical factors recede in importance. Once a project passes the test in that the capitalized expected quasirents exceed the cost of the investment by a sufficient margin to compensate for the uncertainties inherent in taking positions in capital assets, the decision whether or not to invest turns upon the conditions at which the project can be financed (MINSKY, 2008a, p. 211).*

A economia capitalista é caracterizada por relações complexas de tomada e fornecimento de empréstimos, baseadas em margens de segurança dos diversos agentes. A razão entre financiamento externo e interno, por exemplo, pode aumentar caso emprestadores e tomadores esperem que as margens de segurança aumentem ou quando constatarem que as margens originais eram exageradas. *“The belief that prior margins of safety were too great (or too small) reflects the experience with liability structures; the margins of safety relevant for decision change with experience.”* (MINSKY, 2008a, p. 213).

Na figura 1, evidencia-se o esquema elaborado por Minsky a respeito do impacto dos fundos internos e externos no investimento. Primeiramente, deve-se observar a explicação do autor para o comportamento das três principais curvas, PI, PK e QN.

Dada a força de trabalho, os salários e a taxa de juros, obtém-se a curva PI (a curva de oferta de investimento, *risco do prestador*). Pelo fato do estoque de ativos de capital existente e do trabalho especializado imprimirem limites para a produção de investimento, a curva Pi ascende após o produto exceder determinada quantidade. O risco do prestador cresce, assim, com o andar do investimento, conforme cresce a alavancagem e diminui a confiança em fluxos futuros de receita.

Já a curva PK (curva de demanda por investimento, risco do tomador) apresenta um declínio no risco do tomador após determinado período. Um comprador

de ativos de capital (que espera por rendimentos futuros) pode aumentar suas margens de segurança, para equilibrar um aumento no risco de falha no pagamento de seus deveres, através da diminuição de seu preço de demanda, refletindo um aumento na dependência pelo financiamento da dívida. *“It mirrors the view that increased exposure to default will be worthwhile only if there is a compensating potential gain.”* (MINSKY, 2008a, p. 213).

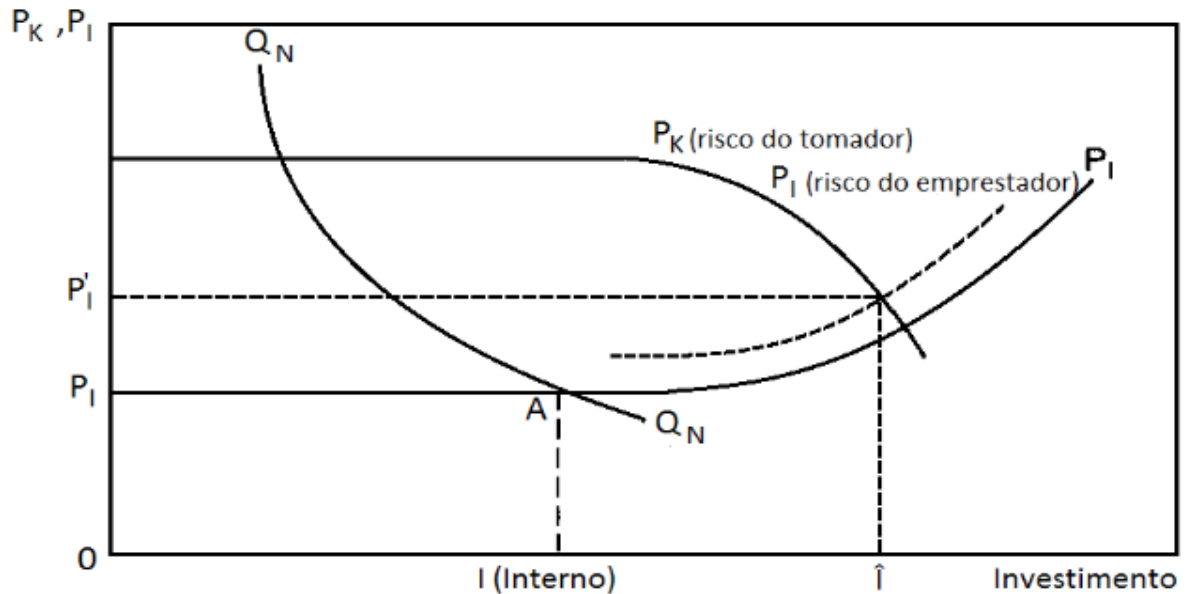
A última curva é a curva QN (*cash flows*). Fluxos de caixa internos podem pagar por parte do investimento. Uma vez que fluxos antecipados internos (Q) são estimados, a relação deles com bens de investimento *“[...] can be represented as a rectangular hyperbola (QNQN) because the internal cash flows, or quasi-rents, QN are related to the price PI and the output I of investment by the formula  $PIQI = QN$ .”* (MINSKY, 2008a, p. 213). O cruzamento de PI com QN nos dá o investimento I (interno), ou seja, aquele financiado por recursos internos (ponto A).

O investimento é conduzido até o ponto no qual a curva de oferta intercepta a curva de demanda. De acordo com Minsky, este intercepto representa um preço que nunca é observado. *“This intersection yields an implicit price of the asset, but this is a price that is never observed. The observed price per unit of investment goods is  $P'$  somewhat in excess of the base or slack output supply price.”* (MINSKY, 2008a, p. 214). Assim, a quantidade investida é representada por  $\hat{I}$ , na qual parte é financiada internamente (de 0 até I (interno)), e parte é financiada externamente (I (interno) até  $\hat{I}$ ).

O preço de demanda (PK) e preço de oferta (PI) são determinantes fundamentais do ritmo dos investimentos.

*If entrepreneurs have been successful and are confident of further success, then borrower's risk will be slight and the dotted line will barely fall away from the PK line. If few prior borrowers have failed to fulfill contracts, then lender's risk will be weak and a rising supply curve of investment due to such risk will not become evident until after considerable external financing. The pace of investment will vary as borrower's and lender's risk vary* (MINSKY, 2008a, p. 215).

Figura 1 – Impacto de fundos internos e externos no investimento



Fonte: Minsky (2008a).

Nota: Elaborado pelo autor

Se o montante de recursos atuais de uma firma excedeu as expectativas do agente, então a necessidade de financiamento externo vai ser menor do que a esperada. O balanço geral da empresa com os novos ativos de capital comprados estará menos sobrecarregado com dívidas do que o esperado. Deixa-se de usar, assim, uma quantidade disponível de capital de empréstimo, fazendo com que a visão dos bancos sobre a firma melhore, o que traz benefícios nas condições financeiras de investimentos futuros. Caso a situação seja oposta, com maior dependência de financiamento, futuras condições financeiras serão mais exigentes.

A diferença entre o que era esperado e o que realmente foi observado de recursos (quase-rendas) de uma firma influencia o preço de demanda. Se o cenário é positivo e as quase-rendas são maiores do que o esperado, o preço de demanda ( $P_K$ ) vai aumentar. Quase-rendas superiores, como mencionado anteriormente, facilitam as operações financeiras futuras, aumentando a demanda por investimentos e a disposição dos tomadores para tomar financiamento externo.

As condições financeiras também afetam  $P_K$  e  $P_I$  através da taxa de juros. “*The gap between the two prices is influenced by the level of short and long-term interest rates.*” (MINSKY, 2008a, p. 217). Observa-se, primeiramente, que taxas de juros de

curto prazo afetam o preço de oferta. O financiamento de curto prazo é uma atividade muito ligada a bancos. *“Investment production therefore uses bank financing as an input, and its cost affects the supply price of capital assets.”* (MINSKY, 2008a, p. 217). É importante frisar que os bens enquanto são financiados pelas dívidas de curto prazo ainda não viraram ativos de capital prontos; não tem, assim, até serem finalizados, valor. Isso leva a uma demanda infinitamente inelástica por investimento, visto que existe uma obrigação implícita de que os projetos necessitam ser finalizados, independente dos meios. Enquanto os ativos vão sendo finalizados e a produção continua, a demanda inelástica cresce. O preço cresce a menos que exista uma oferta infinitamente elástica. Essa oferta infinitamente elástica só vai existir enquanto bancos estiverem dispostos e serem capazes de financiar qualquer nível de investimento *in embryo*<sup>8</sup> a taxas de juros constantes. Por uma variedade de razões<sup>9</sup>, entretanto, a oferta eventualmente ficará abaixo da infinita elasticidade. Assim, os custos de financiamento do investimento, depois de um certo período de condições favoráveis a este investimento, irão subir, visto que a elasticidade infinita não mais se faz presente. A oferta ainda pode tornar-se bastante inelástica e as taxas de juros podem subir rapidamente. Tal aumento da taxa de juros aumenta o preço de oferta daqueles investimentos de gestação longa. Um aumento rápido das taxas de curto prazo, visto que também são usadas para financiar ações e títulos, pode levar também a um aumento nas taxas de juros de longo prazo<sup>10</sup>.

As taxas de juros de curto e longo prazo têm diferentes efeitos nos preços de demanda e oferta.

*The demand price for capital assets falls as long-term interest rates increase<sup>11</sup> and the supply price of investment output rises as short-term interest rates rise. This tends to lower the price gap that induces investment demand* (MINSKY, 2008a, p. 218).

---

<sup>8</sup> Estágio rudimentar com capacidade de desenvolvimento.

<sup>9</sup> Por exemplo: *“Policy decisions or internal processes of the banking and financial system.”* (MINSKY, 2008a, p.217).

<sup>10</sup> Ou seja, ocorre queda nos preços das ações e dos títulos.

<sup>11</sup> O comprador fica disposto a pagar menos se vai ter ganhos futuros menores devido ao aumento da taxa de juros de longo prazo.

Se o aumento nas taxas de juro é extremo, o valor presente do bem de investimento (como ativo de capital), pode cair abaixo do seu preço de oferta (como produção corrente). E, como mencionado anteriormente, quando o preço de demanda cai abaixo do preço de oferta, o investimento não é favorecido, o que pode indicar uma recessão. *“If the interest rate increases are sharp and are accompanied by declining estimates of the profitability of projects, even investment projects under way will be abandoned.”* (MINSKY, 2008a, p. 218). A margem entre o preço de demanda e o preço de oferta varia, então, inversamente às taxas de juros. Quando, por exemplo, ambas as taxas de juros são baixas, a diferença entre os dois preços aumenta<sup>12</sup> e isso: *“[...] leads to a high ratio of external to internal finance. This increases investment and profits, and the willingness to engage in debt financing of capital asset positions.”* (MINSKY, 2008a, p. 218). Os processos interativos inerentes ao sistema são fortes o suficiente para levar à desestabilização aquelas economias na qual o sistema financeiro está altamente relacionado ao investimento. Como resultado do avaliado acima, a relação entre investimento e taxa de juros é uma função negativamente inclinada.

*Because of the way in which acceptable lender's and borrower's risk varies with the behavior of the economy and the way in which investment determines profits and thus the realized extent of external finance, the negatively sloped investment-interest rate relation shifts to reflect experience with the fulfillment of commitments embodied in liabilities. [...] it summarizes the behavior of technical, marketing, and financial influences. Because financial influences are so affected by the considerations that fall under the rubric of uncertainty, [...] it must be recognized that this function shifts as the path of the economy changes present views about future contingencies* (MINSKY, 2008a, p. 218).

## 2.4 A taxonomia Hedge, Especulativa e Ponzi

A Hipótese de Fragilidade Financeira Minskyana *“[...] is a theory of the impact of debt on system behavior and also incorporates the manner in which debt is validated.”* (MINSKY, 1992, p. 6). Os fluxos de caixas das empresas passam a ter papel importante na análise da dinâmica econômica, dado que eles refletem a

---

<sup>12</sup> Visto que o preço de demanda aumenta e o preço de oferta diminui.



situação financeira destas. Busca-se, nesses fluxos, coincidir custos de financiamento dos passivos com a expectativa de retorno dos ativos. O que foi acordado deverá ser pago, e, caso não seja, ocorrerão penalidades para uma das partes, previamente acordadas em contrato. Não é possível saber, entretanto, se os retornos dos ativos serão suficientes para que tais passivos sejam cobertos. E esse é um dos pilares em que a Hipótese de Fragilidade Financeira se sustenta. Caso os retornos não sejam suficientes, as condições econômicas das empresas vão se fragilizando. E isso ocorre em desordem, com várias firmas, ao mesmo tempo, todas interligadas por uma rede complexa de relações econômicas, políticas e institucionais.

Em nossa economia, caracterizada pela tomada e concessão de empréstimos baseados em margens de segurança tanto para os prestatários quanto para os prestamistas, as posições das empresas em ativos de capital, dos quais se espera a geração de fluxo de caixa na medida em que são usados na produção, são financiadas por combinações de lançamento de ações e dívidas. Similarmente, as posições em instrumentos financeiros possuídos por bancos comerciais, companhias de seguro, bancos de poupança e assim por diante, são financiadas por combinações de capital próprio, superávits e dívidas. As dívidas das instituições financeiras podem estar na forma de depósitos à vista ou a prazo, valores de resgate de apólices etc. Espera-se que os ativos financeiros gerem fluxos de caixa conforme estabelecido nos contratos (MINSKY, 2008b, p.12)

Minsky evidencia o comportamento das firmas individuais no esforço teórico de entendimento do processo econômico como um todo, não bastando, para ele, analisar dados em nível macroeconômico. A famosa taxonomia Minskyana ganha, aí, destaque. Identificam-se três classificações para os níveis de entradas e saídas das firmas (situação financeira). São elas: Hedge, Especulativo e Ponzi. Tais posições caracterizam-se por diferentes relações entre compromissos de pagamento de dívidas e as receitas esperadas (devido às quase-rendas obtidas pelos ativos de capital), ou os compromissos contratuais do devedor sobre os instrumentos financeiros possuídos (MINSKY, 2008b, p. 13).

Empresas Hedge são aquelas que adotam uma postura defensiva, visando a manutenção de sua solvência. Esperam, basicamente, que os fluxos de caixa oriundos de operações com ativos de capital sejam mais do que suficientes para pagamento de suas obrigações. Nelas predominam dívidas de longo prazo e, ainda

assim, sem grande volume. A situação dessas empresas é bastante segura, não estando, em termos gerais, vulneráveis a mudanças nas condições dos mercados financeiros; encontram-se sujeitas a dificuldades, basicamente, apenas caso suas receitas de caixa caiam de forma inesperada.

Firmas em situação Especulativa encontram-se em uma posição menos segura que as firmas Hedge. Seus fluxos de caixa não são suficientes para cobrir todas as suas obrigações. Dependem de renovação de dívidas para que seja possível a seus fluxos de caixa futuros o pagamento de suas dívidas contraídas atualmente. Assim, esses agentes especulam esperando serem refinanciados. Em outras palavras, tal posição financeira caracteriza-se por ativos de longo prazo sendo financiados por dívidas de curto prazo (e pela rolagem da dívida). Essas empresas, geralmente, não conseguem pagar o principal das suas dívidas, apenas os juros. Por fim, estão expostas a mudanças não previstas nas condições de mercado.

Empresas Ponzi são aquelas que apresentam a pior situação financeira das três já citadas. Nelas, as obrigações geralmente superam as entradas. As firmas não têm a capacidade de pagar os juros da dívida, muito menos o principal. Apoiam-se, basicamente, na venda de ativos ou em empréstimos (operações de portfólio), sendo dependentes do mercado financeiro e, assim, suscetíveis a mudanças nas condições destes mercados. Minsky (2008b) argumenta que o arranjo Ponzi é frequentemente associado a práticas aventureiras ou fraudulentas, mesmo sem má intenção. O autor diz que empresas que tomam dinheiro emprestado para investir enquanto estão pagando juros e distribuindo dividendos costumam estar em situação Ponzi (MINSKY, 2008b, p. 14).

A Hipótese de Fragilidade Financeira trabalha, então, com o movimento das firmas entre essas três categorias. Uma economia saudável é caracterizada pela presença de um número maior de empresas na situação Hedge, enquanto uma economia fragilizada encontra-se com um número crescente de empresas Especulativas ou Ponzi.

Deve-se verificar, entretanto, que todas as empresas, independentemente da posição financeira, estão vulneráveis aos desenvolvimentos econômicos. “A solidez ou fragilidade do sistema financeiro depende do tamanho e da força das margens de segurança e da probabilidade de ampliação de distúrbios iniciais” (MINSKY, 2008b, p. 18). Situações Hedge podem passar para situações Especulativa dada a

inadimplência de um grande número de devedores (em vista da diminuição da receita das firmas). Ainda, empresas Especulativas podem se tornar Ponzi ou empresas Ponzi podem ir a falência devido a elevações nas taxas de juros, dado que essas elevações dificultariam os pagamentos de seus compromissos (empréstimos) sem aumentar a previsão de receitas. Minsky exemplifica: “[...] *if an economy with a sizeable body of speculative financial units is in an inflationary state, and the authorities attempt to exorcise inflation by monetary constraint, then speculative units will become Ponzi units and the net worth of previously Ponzi units will quickly evaporate. Consequently, units with cash flow shortfalls will be forced to try to make position by selling out position. This is likely to lead to a collapse of asset values.*” (MINSKY, 1992, p. 8).

A sequência a seguir baseia-se e complementa aquela feita por Costa (1999), em seu livro “Economia Monetária e Financeira: Uma Abordagem Pluralista”. Ela exemplifica como um cenário próspero e otimista pode acabar transformando-se em um cenário de crise e de reduzida alavancagem.

A experiência mostra que a economia moderna oscila entre estruturas financeiras sólidas e frágeis, e crises financeiras só afloram em cenários de fragilidade (como já foi até aqui mencionado e descrito). É preciso explicar como surge a fragilidade (MINSKY, 2008b, p. 18).

1. As expectativas dos agentes, devido à boa saúde dos negócios, vão sendo devidamente correspondidas;
2. A permanência do otimismo e prosperidade faz com que sejam reduzidas as exigências de margens de segurança;
3. O número de investimentos com longo prazo de maturação financiados por dívidas de curto prazo aumenta;
4. A desconfiança vai crescendo (visto o número cada vez maior de empréstimos renovados e de reconstrução de captação bancária);
5. A frequência de pagamentos para saldar débitos que estão prestes a vencer (ou já venceram) aumenta;
6. A necessidade por liquidez cresce;

7. As taxas de juros sobem, o que, como mencionado, altera o *gap* entre preço de oferta e o preço de demanda;
8. Com um aumento das taxas de juros, os agentes buscam se refinarciar ou mesmo vender ativos (tais agentes são, geralmente, aqueles que não se encontram em posição Hedge);
9. Ocorrem reduções no preço dos ativos (devido às vendas);
10. Mais e mais firmas vão se encontrando numa posição na qual devem vender seus ativos, visto a necessidade cada vez mais urgente de saldarem as obrigações prestes a vencer ou, até mesmo, já vencidas;
11. A queda nos preços dos ativos afeta negativamente as decisões de investimento por parte dos agentes;
12. Queda dos gastos em investimento por parte dos agentes, e, portanto, queda da demanda efetiva (como mencionado, caso o preço de demanda esteja abaixo do preço de oferta, o investimento não é favorecido);
13. Os recursos disponíveis das empresas são cada vez mais destinados para saldar suas dívidas ou para adquirir ativos mais líquidos;
14. Busca cada vez mais acentuada por liquidez;
15. Empresas devedoras passam a rever suas posições financeiras;
16. Empresas credoras, analisando com maior pessimismo a situação de seus credores, dado que a verdadeira capacidade de pagamento de muitos destes está, provavelmente, comprometida, passam a rever suas posições financeiras;
17. A oferta de crédito é reduzida;
18. Com menor oferta de crédito, reduz-se o grau de alavancagem das firmas;
19. As elevações do risco do tomador e do credor de crédito diminuem a oferta e a demanda por investimentos;
20. A redução do investimento reflete-se negativamente no emprego e na renda, levando a economia a um período de recessão.

O cenário econômico, entretanto, eventualmente acaba voltando à situação inicial, e o ciclo de fragilidade se repete. São nesses períodos de maior fragilidade, quando o cenário econômico “não retornou para o início do ciclo” que Minsky destaca o papel do setor público.

## 2.5 O papel do setor público

A análise centrou-se, até aqui, no setor privado capitalista. Minsky, entretanto, também dá destaque ao setor público, especialmente quando trata de ações estabilizadoras em cenários de fragilidade. Além de ser indiscutível a participação de entidades públicas na dinâmica de alavancagem do sistema atual, a teoria Minskyana coloca em evidência o papel do setor público de agente contracíclico (TERRA, 2011, p.17).

Duas instituições tornam-se importantes no combate à crise e à instabilidade em economias capitalistas: o *Big Government* e o *Big Bank*. Para Vasconcelos (2014) “[...] *“Big Government”, [is] that huge institution emerged from the Roosevelt years of recovering policies, after the 1929-1933 crisis, [...] [and the] “Big Bank” [is the] [...] Federal Reserve’s role as lender of last resort.*” (VASCONCELOS, 2014, p. 17).

Deve-se, entretanto, antes do prosseguimento da análise, evidenciar o desconforto do autor quanto a atuações que buscam estabilidade. Minsky deixa sempre claro a não existência de uma resolução única e completa para todos os problemas econômicos. Mesmo que um programa de reforma obtenha sucesso, esse sucesso será apenas temporário, devido, principalmente, às diversas inovações (em especial as financeiras) que vão assegurar que a instabilidade logo volte à cena, mesmo quando o cenário de prosperidade é longo e parece ser capaz de estender-se indefinidamente. *“It is easy to list objectives, but much more difficult to deliver - to establish institutions and to start processes that will achieve those objectives.”* (MINSKY, 2008a, p. 319). A agenda de reformas do próprio autor não parece satisfazê-lo completamente: *“Even as I warn against the handwaving<sup>13</sup> that passes for much of policy prescription I must warn the reader that I feel much more comfortable with my*

---

<sup>13</sup> Expressão usada para designar a aparência de se fazer algo, quando, na realidade, se faz muito pouco, ou nada.

*diagnosis of what ails our economy and analysis of the causes of our discontents than I do with the remedies I propose.*" (MINSKY, 2008a, p. 319).

O *Big Government* e o *Big Bank*, instalada a crise, são, como já mencionado, grandes responsáveis pela estabilização do ciclo econômico. Historicamente: "*For Minsky, the apparent stability of the post-war economy was founded on the combined impact of strong regulation enforced by strong institutions, and the policies of Big Banks and Big Government effectively implemented from the onset of the New Deal*" (GALBRAITH & MUNEVAR, 2008, p. 15). Basicamente, para Minsky (2008a), enquanto o *Big Government* estabiliza a produção, o emprego e os lucros (através de seus déficits), o prestador de última instância (*Big Bank*) estabiliza os valores dos ativos e os mercados financeiros.

Destaca-se, assim, o teor intervencionista das ideias do autor, em maior ou menor grau, ao longo do desenvolvimento de seu arcabouço teórico<sup>14</sup>, apoiado sempre em uma visão institucional<sup>15</sup>. O tamanho do *Big Government*, para Minsky, não deve ser exageradamente grande, como se observou em alguns períodos da história americana pós década de 60. O tamanho ideal de governo está relacionado aos investimentos. "*(...) the size of Government should be equal or larger than to the magnitude of the investment, taken in terms of a proportion of the product, in instance to fill the gap of investments in a downturn.*" (VASCONCELOS, 2014, p. 31).

Para Minsky, todos os tipos possíveis de economia capitalista possuem falhas, mas é possível desenvolver um sistema com menos imperfeições. Ele, de forma geral, era defensor de uma economia capitalista com reduzido nível de investimento e maior consumo, capaz de manter o pleno emprego (com programas de criação de emprego direto pelo governo, por exemplo) e promotora das organizações de menor porte, incluindo bancos (visto que acreditava que o tamanho dos bancos está relacionado ao tamanho das firmas com os quais estes fazem negócios). Minsky sempre defendeu a ideia de que o *free-market* é perigoso, alegando que a "mão invisível" estimulava

---

<sup>14</sup> Para mais detalhes, ver Papadimitirou e Wray (2008).

<sup>15</sup> "[Uma] teoria econômica séria não pode ser tão abstrata a ponto de ignorar características institucionais, especialmente quando processos dependentes do tempo geram endogenamente um impulso para a incoerência e a rigidez institucional e as intervenções de política restringem o sistema a um arremedo de coerência." (MINSKY, 1982).

comportamentos de risco, especialmente a partir do maior desenvolvimento dos setores financeiros das economias mundiais.

Ressalta-se, assim, a importância do setor público em economias capitalistas desenvolvidas. O estudo até aqui elaborado de ciclos econômicos centrou-se, basicamente, em duas fases: o período de alavancagem (que revela ser excessivo), no qual o otimismo e a euforia dos agentes prevalecem, e o período de crise. O setor público, na atualidade, mostra-se relevante em ambos, seja ao financiar, direta ou indiretamente, diversos investimentos, representando criação de capacidade produtiva, seja ao exercer seu papel de agente de combate à crise. Ao aliarmos a taxonomia Minskyana e o setor público, observamos que a capacidade de ação deste, assim como das firmas e dos bancos privados descritos por Minsky, estará condicionada à sua situação financeira. As classificações Hedge, Especulativo e Ponzi, podem aplicar-se, assim, ao setor público e também a outros agentes econômicos.

### **3 A TAXONOMIA HEDGE, ESPECULATIVA E PONZI APLICADA AO SETOR PÚBLICO BRASILEIRO**

#### **3.1 Adaptação do modelo Minskyano ao Setor Público**

O arcabouço teórico Minskyano, apesar de não ter no setor público seu protagonista, sinaliza a possibilidade de um estudo mais aprofundado a respeito das finanças deste. Mesmo restringindo sua taxonomia financeira a bancos e firmas, Minsky por vezes, declara o quão revelador seria analisar a economia considerando todos os agentes como bancos (VERCELLI, 2009, p.4). Tal generalização pode ser ponto de partida para que estudos que buscam ampliar o escopo da taxonomia Minskyana possam ser desenvolvidos. Vercelli (2009) expande o alcance das categorias financeiras (Hedge, Especulativo e Ponzi) para todos os agentes, incluindo famílias, com o objetivo de revisitar e aprimorar a teoria Minskyana financeira. Já Terra (2011) desvincula a taxonomia do setor privado para usá-la no setor público, visto que o papel contracíclico deste, parte importante da teoria de Minsky, especialmente por parte do governo central, depende de sua capacidade financeira. “Embora Minsky não tenha utilizado o setor público como unidade de análise, sua HFF é plenamente aplicável a esse setor.”(TERRA, 2011, p. 30).

Objetiva-se, aqui, a elaboração de um índice que permita classificar o setor público agregado brasileiro em uma das três categorias financeiras já explanadas (Hedge, Especulativo ou Ponzi)<sup>16</sup>. Será a relação entre receitas totais e gastos totais que estabelecerá a posição financeira do setor público brasileiro. Para a coleta dos dados referentes a estas receitas e despesas, será utilizada a Consolidação das Contas Públicas do Tesouro Nacional (STN, 2015a)<sup>17</sup>. A apuração das contas públicas dar-se-á pelo método “acima da linha”, que mostra, de forma precisa, a distinção entre receitas e despesas, visto que apura o resultado fiscal pela diferença entre fluxos (BCB, 2015a, p. 3). Utilizar-se-á o tradicional conceito de setor público não financeiro<sup>18</sup>, dado que este adequa-se perfeitamente à análise proposta ao englobar

---

<sup>16</sup> Será utilizada neste estudo a metodologia desenvolvida por Terra (2011).

<sup>17</sup> Utilizar-se-á os valores do ente consolidado.

<sup>18</sup> O Setor Público não Financeiro constitui-se das administrações diretas e indiretas nas esferas federal, estaduais e municipais, do sistema público de previdência social, das empresas estatais não financeiras federais, estaduais



todas as esferas de governo e com isso todas as receitas e despesas do setor público. “Dessa forma, incluem-se [...] todas as diversas fontes de receita do setor público e, igualmente, todos os seus diferentes gastos” (TERRA, p. 18).

Como primeiro passo para a adaptação do modelo Minskyano ao estudo aqui proposto, deve-se observar que a variável receita total engloba “todas as possibilidades apontadas por Minsky de composição de margens de segurança” (TERRA, 2011, p. 18), não necessitando, assim, subdividi-la em suas diversas categorias. Da conta Receita Total que consta no Balanço do Setor Público Nacional, entretanto, retira-se, seguindo as ideias e a metodologia de Fábio Henrique Bittes Terra, as operações de crédito, ou seja, as contratações de empréstimo feitas pelo setor público. Caso não sejam retiradas, o resultado do Índice de Situação Financeira seria sempre Hedge. De acordo, ainda, com Terra, as operações de crédito, por serem caracterizadas como dívida, mostram que o setor público não pode ser Hedge.

As medidas de margens de segurança, anteriormente citadas, em fluxos de caixa podem ser: “[...] *the ratio of the cash flows due on debt to the cash flow debtors receive and the ratio of the present value of expected cash flows discounted over the future to the face value of outstanding debts.*” (MINSKY, 2008a, p. 33). Os gastos totais, entretanto, são divididos em despesas correntes primárias e despesas financeiras (despesas de juros somadas à amortização<sup>19</sup>). A separação dos gastos nas duas categorias permite que o índice a ser desenvolvido fique mais claro e adaptável, visto que a superação ou não das receitas totais em relação a cada uma dessas despesas é o fator teórico chave para compreender se o setor público está numa posição Hedge, Especulativa ou Ponzi.

A situação Hedge é aquela na qual o fluxo de caixa é suficiente para pagamento de suas obrigações, ou seja, as receitas totais são suficientes para pagamento de ambas as despesas. A margem de segurança existente é suficiente para estabelecer

---

e municipais, da empresa Itaipu Binacional, dos fundos públicos que não possuem característica de intermediários financeiros e do Banco Central do Brasil (BCB, 2015a).

<sup>19</sup> A amortização é constituída de: Principal da dívida contratual resgatado, principal da dívida mobiliária resgatado e correção monetária ou cambial da dívida contratual resgatada. Quanto à natureza, a dívida pública pode ser classificada em contratual ou mobiliária. No primeiro caso, esta se origina a partir de um contrato, o qual define as características da dívida. No segundo caso, a dívida origina-se a partir da emissão de um título, que possui autonomia em relação ao fato que o originou. (STN, 2015b, p.105).

o setor público numa posição confortável e segura contra eventuais choques que possam alterar seus gastos ou suas receitas. Endividar-se não é preciso.

De forma esquemática:

$$RT - DCP > Da + Di$$

na qual RT é a receita total, DCP a despesa corrente primária, Da a despesa com amortização e Di a despesa com juros e encargos da dívida.

A posição especulativa caracteriza-se pela cobertura dos gastos correntes primários pelas receitas totais; o resultante residual, entretanto, mostra-se inferior às despesas financeiras. Há, assim, a necessidade de financiamento. Sem a existência de margens de segurança confiáveis, o setor público nesta posição pode vir a ter problemas de solvência quando a crise assolá-lo (TERRA, 2011 p. 19). O setor público deve, em resposta a possíveis dificuldades, aumentar suas receitas acima do aumento de seu gasto total.

Novamente, de forma esquemática:

$$RT - DCP < Da + Di$$

Já a posição Ponzi caracteriza-se pela incapacidade de cobrir quaisquer despesas, não somente os gastos financeiros, necessitando de constantes endividamentos e refinanciamentos do estoque devedor acumulado. Assim:

[...] sem reestruturação, o setor público em posição *Ponzi* incorrerá em conturbações no próprio crescimento do produto do país, na medida em que o deslocamento de renda privada para financiamento do setor público impedirá a ocorrência de investimentos produtivos, o que obstaculizará aumentos da carga tributária e, por conseguinte, maiores arrecadações (TERRA, 2011, p. 19).

A forma esquemática Ponzi caracteriza-se por:

$$RT - (z)DCP < (1-z)DCP + Da + Di$$

no qual z é o quanto, percentualmente, das despesas correntes primárias a receita total consegue cobrir.

Apresentam-se, assim, as três categorias financeiras adaptadas à abordagem em questão. A fragilidade do setor público faz com que este se mova através dos níveis financeiros, de Hedge a Ponzi. O aumento da fragilidade pode: “involuntariamente advir ao longo do ciclo econômico em decorrência tanto de um precário gerenciamento das finanças públicas quanto da emergência de uma crise financeira e, não obstante, pela própria redução do ritmo de atividade econômica decorrente de uma minoração dos investimentos privados, o que faz decrescer a captação de receitas.” (TERRA, 2011, p. 20).

Em seguida, observando a posição de equilíbrio  $RT - DCP = Da + Di$  e seguindo a metodologia de Terra (2009), é possível modificar a equação para que esta forneça uma forma clara e maleável de classificação do setor público em uma das três categorias. Dividindo-se ambos os lados da equação de equilíbrio por  $1/(Da + Di)$ , obtém-se:

$$(RT - DCP)/(Da + Di) = 1$$

Diante dessa condição de equilíbrio, é possível, de acordo com Terra (2011), estabelecer as seguintes situações: se  $(RT - DCP)/(Da + Di) > 1$ , a posição financeira do setor público será Hedge; se  $0 < (RT - DCP)/(Da + Di) < 1$ , a posição financeira do setor público será Especulativa e se  $(RT - DCP)/(Da + Di) < 0$ , a posição financeira do setor público será Ponzi.

### 3.2 O Índice de Situação Financeira do Setor Público aplicado ao caso brasileiro

Através dos dados presentes na Consolidação das Contas Públicas do Tesouro Nacional (STN, 2015a)<sup>20</sup>, é possível discriminar cada um dos itens necessários às formulações desenvolvidas acima. O gráfico 1 nos mostra o resultado da aplicação das equações para os anos de 2009, 2010, 2011, 2012 e 2013. Forma-se, assim, o Índice de Situação Financeira do Setor Público, que indica a posição financeira deste no período em questão.

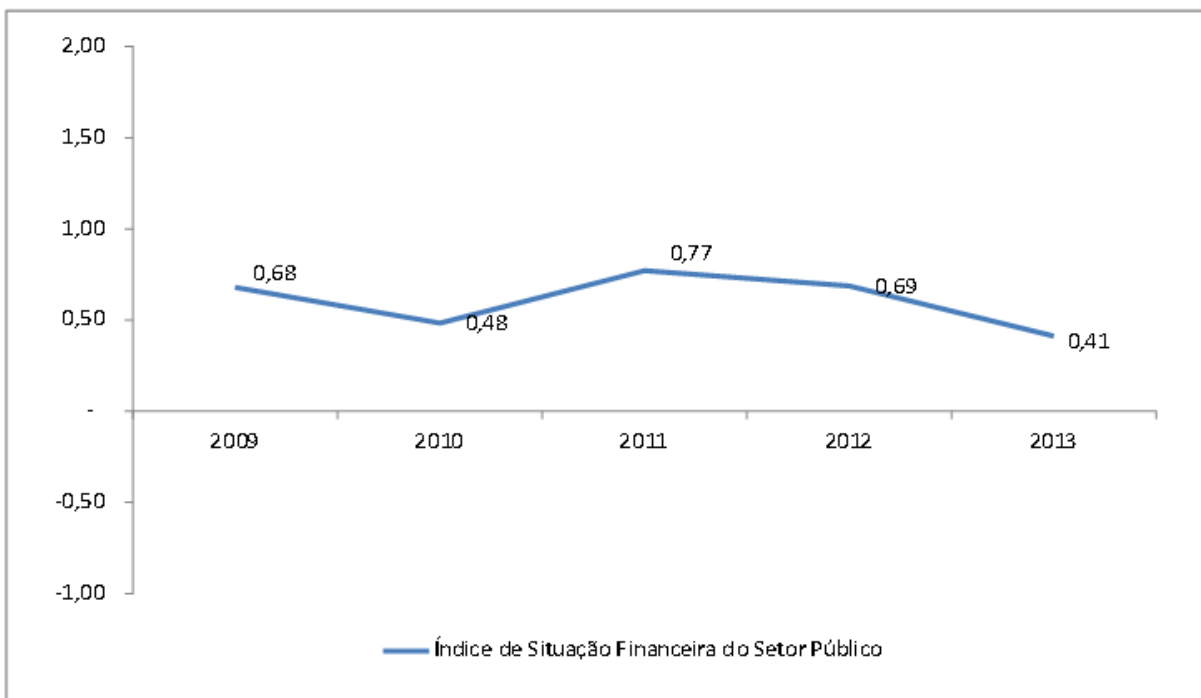
O Índice de Situação Financeira do Setor Público mostra que o setor público brasileiro apresentou-se, em todos os anos estudados, na posição financeira

---

<sup>20</sup> Ver Anexo.

especulativa. Tal fato confirma a frágil posição financeira em que a economia brasileira apresentou-se ao longo de todo o período após 1999, quando foram estabelecidos os regimes de metas de inflação e de câmbio flutuante, visto que estudos anteriores também comprovaram uma situação especulativa da finança pública.<sup>21</sup> A delicadeza do período após 2009 para a economia brasileira e internacional justifica-se pela crise financeira originada no mercado *subprime* norte-americano de 2007 e 2008. A economia brasileira crescia, até meados de 2008, a seu ritmo mais acelerado das últimas décadas, movimento abruptamente interrompido pelo impacto da crise financeira global.

**Gráfico 1: Índice de Situação Financeira do Setor Público, 2009 a 2013**



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (2015a)

Nota: Índice elaborado pelo autor

Nos períodos de maior turbulência internacional, especialmente nos anos de 2009 e 2012, o Brasil apresentou bons resultados (comparativamente aos demais

<sup>21</sup> De acordo com Terra (2011), a posição do setor financeiro foi especulativa de 2000 a 2008. Os resultados foram, em ordem crescente de ano: 0,88, 0,64, 0,91, 0,70, 0,70, 0,84, 0,48, 0,55, 0,52

anos) no Índice de Situação Financeira. O primeiro ano, 2009, caracterizou-se pelos efeitos imediatos pós-crise e o segundo, 2012, foi caracterizado pela desaceleração da atividade econômica em virtude do esgotamento natural do ciclo de recuperação que se seguiu à crise de 2008-2009 e da progressiva eliminação de estímulos fiscais adotados na época, além do mau desempenho da economia europeia, da persistência de importantes desequilíbrios que impediram o retorno às tendências observadas antes da crise (como as dificuldades no equacionamento da situação fiscal dos países desenvolvidos) e o fato dos países emergentes e em desenvolvimento terem demonstrado baixa capacidade de gerar um crescimento robusto com base apenas na demanda interna (IPEA, 2013a, p. 63). Nesses dois anos, o resultado do índice foi 0,68, e 0,69, respectivamente, sendo piores apenas que o resultado de 2011 (0,77). O ano de 2011 foi caracterizado pela não manutenção das taxas de crescimento mundiais de 2010 (que, assim sendo, se mostraram frágeis), e mesmo que a desaceleração fosse esperada, ela foi muito mais forte do que a prevista (IMF, 2011, p. 1).

Em sentido oposto, nos anos de 2010 e 2013, o Brasil apresentou seus piores índices, 0,48 e 0,41, respectivamente. O ano de 2010 caracterizou-se como um ano de crescimento considerável do PIB mundial, 5,2%, contrastando com o período de PIB negativo observado em 2009 (IPEA, 2013b, p. 61). O ano de 2013 caracterizou-se, em seu primeiro semestre, pela evolução, a ritmos moderados, da atividade econômica mundial, com inflação relativamente baixa, dada a queda nos preços das commodities de forma geral, com políticas fiscais de viés contracionista na maior parte dos países desenvolvidos e com taxas de juros reais muito baixas ou mesmo negativas (IPEA, 2013b, p.61). Já seus meses finais mostraram uma evolução bastante favorável à situação econômica mundial (IPEA, 2014, p. 95).

Em uma primeira análise, observa-se um movimento oposto entre o resultado do Índice e contexto econômico internacional. Diante disso, argumenta-se que em momentos de maiores dificuldades econômicas internacionais (2009, 2011 e 2012), ocorreram, no Brasil, políticas que objetivaram, em tese, garantir a solvência do setor público diante de suas dívidas.

A tabela 1 apresenta as taxas de variação das receitas totais, das despesas totais, das despesas correntes primárias e das despesas financeiras de um ano para o outro, ou seja, o aumento ou diminuição dos valores na passagem de 2009 para

2010 (constando na tabela como 2010), na passagem de 2010 para 2011 (constando na tabela como 2011), e assim sucessivamente. Observa-se, primeiramente, uma sucessiva queda das despesas financeiras até 2012.

A variação negativa das despesas financeiras observada em 2010 foi influenciada por dois fatores: pela apreciação cambial<sup>22</sup> e pela redução da taxa básica de juros desde em relação aos patamares vigentes até 2008<sup>23</sup>. As variações das receitas e das despesas totais, em 2010, ficaram muito próximas; observa-se, entretanto, que as despesas totais cresceram mais do que as receitas totais, e, dada a queda das despesas financeiras já mencionada, tal aumento só pode ter sido ocasionado pela elevação considerável das despesas correntes primárias.

**Tabela 1: Taxas de variação das Receitas Totais, Despesas Totais, Despesas Correntes Primárias e Despesas Financeiras, 2010 a 2013 (%)**

Conta/Ano	2010	2011	2012	2013
Receita Total	4	11	17	4
Despesa Total	5	6	21	8
Despesa Corrente Primária	14	8	11	13
Despesa Financeira	-27	-9	83	-9

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (2015a)

Nota: Dados elaborados pelo autor

Base: ano anterior

O ótimo desempenho da economia brasileira de 2010<sup>24</sup> até os primeiros meses do ano seguinte fez com que as receitas totais crescessem em níveis consideráveis em 2011, mesmo com o nível de expansão freado ao longo de 2011, especialmente pela fragilização internacional (mas que ainda possibilitou uma variação real positiva

<sup>22</sup> Em janeiro de 2010, a taxa de câmbio era de R\$1,72/US\$1,00 passando para R\$1,66/US\$1,00 em dezembro de 2010.

<sup>23</sup> Em 2008, a média da taxa de juros foi de, aproximadamente, 12,5%, enquanto a média em 2009 e 2010 ficou por volta de, aproximadamente, 9,7% e 9,8%, respectivamente (BCB, 2015b).

<sup>24</sup> A variação real do PIB nesse ano foi de 7,57% (IBGE, 2015).

do PIB brasileiro<sup>25</sup>). A maior arrecadação tributária, tanto em 2010 quanto em 2011<sup>26</sup>, foi a grande responsável pelo aumento das receitas totais e pela obtenção, em 2011, do maior índice de situação financeira em todo o período aqui estudado (0,77). Mesmo leves movimentos desfavoráveis nos juros e no câmbio<sup>27</sup> não foram suficientes para aumentar os gastos financeiros em 2011. O pagamento de juros e encargos cresceu neste ano (assim como em todo o período 2009-2013), mas a amortização da dívida sofreu nova redução, assim como em 2010. As receitas totais, assim, cresceram mais do que as despesas totais em 2011.

Em 2012, a média da taxa de juros apresentou-se reduzida, quando comparada a anos anteriores<sup>28</sup>, o que poderia levar a uma diminuição nas despesas financeiras; os gastos com amortização, entretanto, tiveram forte alta. A busca pela redução do endividamento através da amortização da dívida líquida do setor público ocasionou no expressivo crescimento das despesas financeiras e, por consequência, das despesas totais. Assim, no ano de 2012, o aumento da dívida líquida do setor público foi baixo, de apenas 3% (BCB, 2015c), como pode ser observado no gráfico 2. Ainda assim, o Índice de Situação Financeira apresentou o segundo melhor valor do período, graças ao maior aumento observado nas Receitas Totais em todos os anos do período em estudo, na casa dos 17%.

Em 2013 a taxa de juros apresentou índices relativamente próximos àqueles observados no ano anterior. No primeiro semestre, a taxa de juros esteve sempre abaixo dos 8%, sendo que, nos primeiros meses do ano, apresentou o menor valor observado desde a instauração do plano real<sup>29</sup>. No final de 2013, entretanto, a taxa de juros apresentou ligeiro aumento; ficou, ainda, abaixo da taxa observada no mesmo período do ano anterior. A baixa taxa de juros colaborou com a queda das despesas financeiras em 2013. Ainda assim, o ano caracterizou-se pelo expressivo crescimento

---

<sup>25</sup> A variação real do PIB nesse ano foi de 3,92% (IBGE, 2015).

<sup>26</sup> A arrecadação com impostos em 2010 cresceu 18% em relação ao ano anterior. Em 2011, a receita tributária total cresceu 12% em relação ao ano anterior (STN, 2015a).

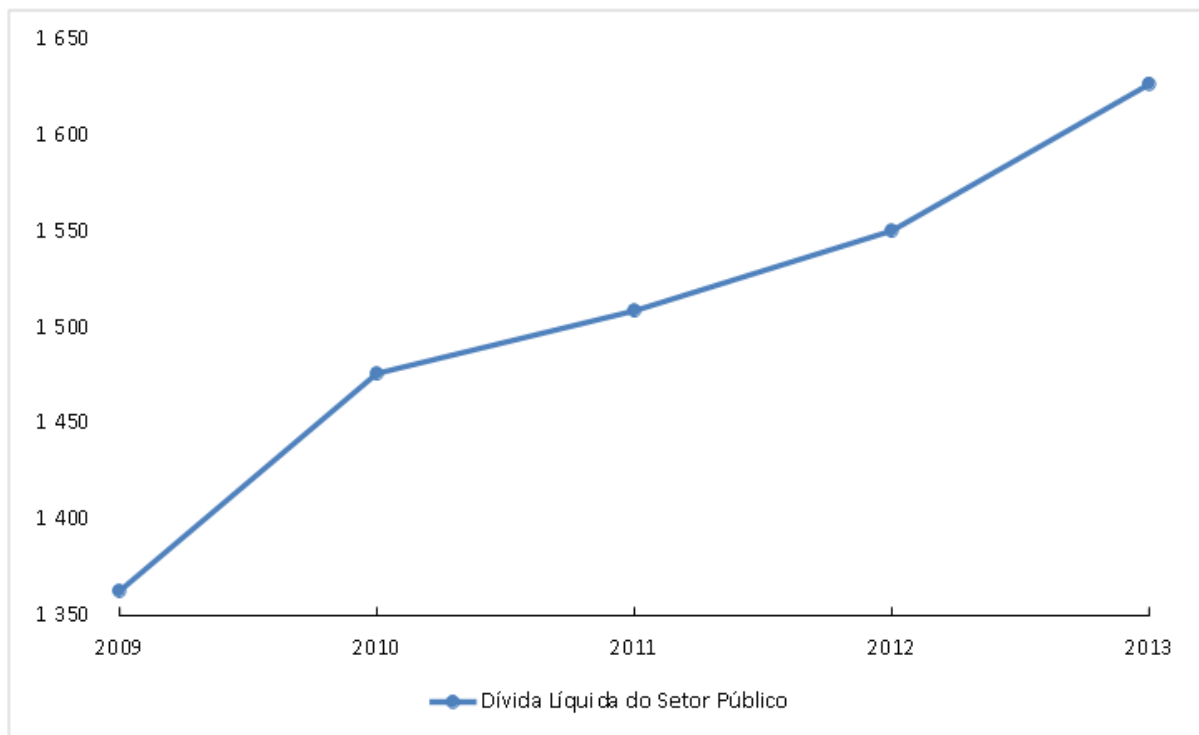
<sup>27</sup> A média da taxa de juros em 2011 foi de, aproximadamente, 11,7%, enquanto a taxa de câmbio subiu de R\$1,65/US\$1,00 em janeiro para R\$1,87/US\$1,00 em dezembro de 2011 (BCB, 2015b).

<sup>28</sup> A média da taxa de juros em 2012 apresentou-se por volta dos 8,4% (BCB, 2015b).

<sup>29</sup> De 17/01/2013 até 06/03/2013, a taxa de juros foi de 7,12%, o menor valor em todo o período de vigência do plano real (BCB, 2015b).

das despesas correntes primárias, devido, especialmente, ao aumento (de 2012 para 2013) de quase 20% das despesas com pessoal e encargos sociais. Observou-se, também, a interrupção do crescimento da receita total, devido, principalmente, a influência que desaceleração da atividade econômica em 2012 exerceu sobre a arrecadação dos tributos incidentes sobre os produtos (excluindo o IPI) e sobre os lucros (IPEA, 2013c, p.74). O Índice de Situação Financeira do Setor Público, dado o aumento superior das despesas totais em relação ao aumento das receitas totais, foi o mais baixo do período em estudo, 0,41.

**Gráfico 2: Dívida Líquida do Setor Público, 2009 a 2013 (R\$ milhões)**



Fonte: Banco Central do Brasil (2015c).

Nota: Elaborado pelo autor.

A Dívida Líquida do Setor Público cresceu em todos os anos do período em análise. Tal fato vai ao encontro do resultado obtido pelo Índice de Situação Financeira do Setor Público, no qual, de 2009 a 2013, o setor público encontrou-se em situação predominantemente especulativa. Os anos de menor crescimento foram 2011 e 2012. Neste último, observou-se uma elevação de 183% do valor da conta amortização.



Apesar das variações existentes no montante dos gastos financeiros ao longo do período em estudo, uma tendência, nos últimos anos, 2012 e 2013, de elevado crescimento destes gastos pode ser observada. Nesses dois anos, os gastos são maiores do que em qualquer outro período da série em estudo e da década anterior<sup>30</sup>. Em caminho similar, os gastos com juros e encargos da dívida foram crescentes, a exceção de 2010. Já os gastos correntes primários cresceram em todos os anos e com valores expressivos<sup>31</sup>, especialmente 2013. Uma análise mais aprofundada do período evidencia que as transferências às famílias foram as principais responsáveis pela manutenção da taxa de crescimento dos gastos correntes. As causas do crescimento dessas despesas, de alta prioridade para o governo, incluíram a política de aumentos reais do salário mínimo, o programa Bolsa Família, a crescente taxa de formalização e a não desejável alta taxa de rotatividade do mercado de trabalho, ambas responsáveis pelo crescimento dos gastos com o seguro desemprego (IPEA, 2013c, p. 74).

Reduzir estes gastos correntes para a melhora dos indicadores das finanças, apresenta-se como um grande dilema à política econômica.

Em um país como o Brasil, em que a desigualdade de renda é notável e comparável a países longe do estágio de “emergentes”, prescindir-se de um orçamento corrente mais robusto que permita ao Estado fornecer serviços essenciais à sua população redundando em entregar parte significativa da população à condição de pobreza e fazer com que a economia brasileira se encontre longe de seu produto potencial e do nível de pleno emprego (TERRA, 2011, p. 28).

Observa-se, assim, no período em análise, que o governo brasileiro deu (e ainda dá) especial enfoque ao favorecimento do consumo interno<sup>32</sup>. Isso implicou em expressivo aumento real no consumo das famílias (SANTOS & MOREIRA, 2014, p. 2). Ao contrário de anos anteriores, entretanto, as políticas de transferência não foram

---

<sup>30</sup> O maior montante anterior a 2012 foi aquele observado no ano de 2008, no valor de R\$ 322.486.177.000, sensivelmente inferior aos montantes de 2012 e 2013 que foram R\$ 505.181.579.433 e R\$458.772.796.313, respectivamente (STN, 2015a).

<sup>31</sup> Dados disponíveis no Anexo.

<sup>32</sup> Entre as principais medidas adotadas para esse favorecimento, até 2013, pode-se destacar a valorização real do salário mínimo, redução do desemprego e dos juros, expansão do crédito, desoneração da carga tributária de alguns setores e ampliação dos programas de transferência de renda (SANTOS & MOREIRA, 2014, p. 2)

acompanhadas de um crescimento econômico estável. O que se observou foi um superavit primário declinante em 2009 (período pós crise), que voltou a crescer logo em seguida, dado o bom momento da economia em 2010. Rapidamente, entretanto, o superavit voltou a cair, já em meados de 2011, fenômeno que prosseguiu por todo 2012 e 2013 (IPEA, 2013c, p. 71). Discutiu-se (e ainda se discute), dado o teor desse tipo de política, se há ainda espaço para o crescimento da economia sustentado pelo consumo<sup>33</sup>. Apesar das melhorias que esta direção econômica trouxe, diversos são os questionamentos a respeito do seu horizonte de sustentação, visto o caráter de endividamento, especialmente familiar, do modelo. E um modelo baseado no endividamento pode, como a teoria Minskyana destaca, levar a economia a posições mais fragilizadas.

Observa-se, ainda, a pertinência da análise de Terra (2011), em relação às dificuldades do setor público no período 2000-2008, para os anos 2009-2013. O autor argumenta que a política fiscal do setor público brasileiro apresenta-se engessada. Tal engessamento “processa-se por ser o superávit primário o intermediário de consecução da estabilidade do endividamento líquido do setor público relativamente ao PIB.” (TERRA, 2011, p. 28). Assim, como argumenta Terra (2011), no momento em que se deve enfrentar dificuldades e um maior gasto de recursos se faz necessário, as ações do setor público (*Big Government*) podem ser reduzidas.

Por fim, através da comparação ano a ano entre o resultado do Índice de Situação Financeira do Setor Público e as variações do PIB (e o contexto econômico), é possível alegar a existência no país de políticas econômicas pró cíclicas, visto que, em anos positivos para a economia, o Índice não apresentou bons resultados, e em anos de situação econômica mais fragilizada, o Índice apresentou seus melhores valores.<sup>34</sup>

Como mostra o gráfico 3, abaixo, no ano de 2010, no qual a economia brasileira experimentou seu melhor desempenho pós-crise, o Índice de Situação Financeira do

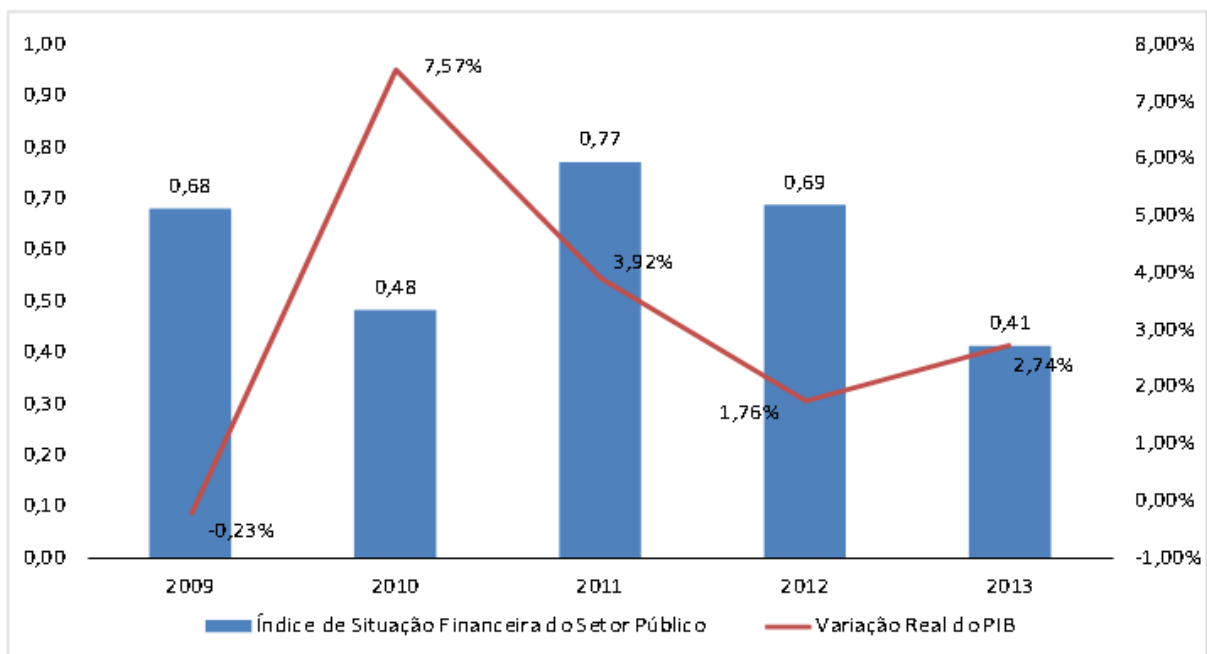
---

<sup>33</sup> Em 2012, por exemplo, de acordo com IPEA (2012), observou-se uma economia em que o consumo cresceu de forma consistente, com base em ganhos reais de salário, aumento de emprego e crédito e crescentes transferências do governo, mas que encontrou dificuldades para expandir os investimentos de maneira mais firme, além de ter enfrentado restrições externas para expandir suas exportações.

<sup>34</sup> Também serão levadas em consideração, a partir daqui, os valores observados por Terra em seu estudo do período 2000-2008.

Setor Público obteve um péssimo resultado, 0,48, o segundo pior desde 2000. Justamente neste ano, entretanto, o PIB teve seu maior crescimento no período pós 2009, ficando em torno dos 7,6%. Em 2013, ano de variação real do PIB superior à observada no ano anterior, o índice obteve o pior resultado desde 2000, 0,41. De acordo com o IPEA (2013c) o desempenho da atividade econômica em 2013 foi caracterizado por grande volatilidade, marcado por níveis de incerteza acima do normal e por diversos eventos que afetaram, positivamente e negativamente, o comportamento da economia. O desempenho médio da economia, apesar de não ter sido brilhante, como muitos agentes esperavam, sem dúvida não pode ser caracterizado como ruim ou mesmo medíocre. Assim, naquele ano, com variação real do PIB superior a 2012, o Índice de Situação Financeira alcançou um valor perigosamente próximo a uma situação Ponzi.

**Gráfico 3: Variação Real do PIB (%) e Índice de Situação Financeira do Setor Público, 2009 a 2013**



Fonte: IGBE (2015).

Nota: Elaborado pelo autor.

Já nos anos restantes, 2009, 2011 e 2012, o Índice de Situação Financeira alcançou valores bastante superiores a 2010 e 2013. O ano de 2009 caracterizou-se por ser um período de dificuldades elevadas, registrando uma variação real do PIB

negativa. Já a economia em 2012 teve desempenho muito aquém do desejado e esperado, especialmente no que tange à produção industrial, os investimentos e as exportações (IPEA, 2012, p. 7). O ano de 2011 foi um período bastante instável, de queda da variação real do PIB em relação ao ano anterior, visto o crescimento altamente expressivo de 2010. Além disso, o crescimento de 2011 não se mostrou consistente, visto a nova queda da variação real do PIB em 2012. Em 2011, o Índice de Situação Financeira alcançou o maior valor (0,77) do período em estudo. Tal valor foi alcançado em um período caracterizado pelo arrefecimento do nível de atividade, observado desde o segundo trimestre de 2011 e de desempenho da produção industrial marcado por uma trajetória de estagnação, devido, especialmente, a sérios problemas ligados à baixa competitividade (IPEA, 2011, p. 8).

## 4 CONCLUSÃO

A teoria Minskyana é fruto de décadas de estudo inseridas nos mais diferentes contextos econômicos e institucionais, o que só a torna mais rica. No estudo aqui elaborado, apresentou-se apenas mais uma das muitas variações em que as ideias do autor podem ser introduzidas. Mesmo que Minsky tenha focado no setor privado, provou-se que as hipóteses do autor são plenamente aplicáveis ao setor público. A análise da taxonomia de posição financeira permitiu, então, classificar o setor público agregado brasileiro em Hedge, Especulativo ou Ponzi. E os resultados foram preocupantes.

Desde 2000, o setor público brasileiro encontra-se na posição especulativa. Neste trabalho, foi provado que esta era a situação para os anos de 2009, 2010, 2011, 2012 e 2013. A situação especulativa, como visto, é uma unidade bastante vulnerável aos desenvolvimentos dos mercados financeiros. Observou-se um aumento do endividamento do setor público de 2009 a 2013, o que, por si só, já constrange o poder estabilizador deste destacado por Minsky. O crescimento sucessivo dos gastos correntes primários e a alta volatilidade dos gastos financeiros, que voltaram a crescer nos últimos anos do período em questão, foram responsáveis diretos pelo mal desempenho do Índice de Situação Financeira.

Espera-se, assim, que possam ocorrer mudanças na estrutura financeira do setor público, e que o índice possa, enfim, melhorar. A redução dos gastos correntes e financeiros, além de uma reforma fiscal, aparecem, em primeira análise, como as mudanças mais pertinentes. O que se observa, entretanto, já em 2014 e 2015, não é um cenário que reflita otimismo. Uma investigação simples, observando apenas a elevação contínua da taxa de juros desde o início de 2014 e que, em 2015, já passou dos 14% (BCB, 2015), mostra, aparentemente, que o caminho realmente está sendo o oposto do desejado. Uma política econômica (e fiscal) de longo prazo se faz necessária para que realmente seja possível compor um cenário das finanças públicas mais estável e condizente àquele de um país que busca retomar períodos de maior crescimento econômico.

## REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Indicadores Fiscais**. Perguntas mais frequentes. Programa de Educação Financeira do Banco Central do Brasil. Brasília: Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais, 2015a. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq%20indicadores%20fiscais.pdf>>. Acesso em 02 nov. 2015.

\_\_\_\_\_. **Histórico das Taxas de Juros**: Histórico das taxas de juros fixadas pelo Copom e evolução da taxa Selic. Sistema de Metas para Inflação. 2015b. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.asp#notas>>. Acesso em 20 jul. 2015.

\_\_\_\_\_. **Série histórica da Dívida líquida e bruta do governo geral**. 2015c. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?DIVIDADLSP08>>. Acesso em 20 mai. 2015.

CARVALHO, F. J. C. **Stabilizing an Unstable Economy**: resenha bibliográfica. Rio de Janeiro: Pesquisa e Planejamento Econômico, v. 17, n. 1, pp. 257-264, abr. 1987. Disponível em: <<http://ppe.ipea.gov.br/index.php/ppe/article/viewFile/1017/956>>. Acesso em 05 abr. 2015.

COSTA, F. N. **Instabilidade Financeira: Ciclo de Crédito**. In: COSTA, F. N. Economia Monetária e Financeira: Uma Abordagem Pluralista. 1. ed. São Paulo: Makron Books, p. 217-229, 1999.

GALBRAITH, J. K.; MUNEVAR D. **The generalized Minsky moment**. In: Levy Economics Institute annual conference on the financial economics of Hyman Minsky, 2008, Nova Iorque. Disponível em: <<http://utip.gov.utexas.edu/papers/GeneralizedMinskyMoment.pdf>>. Acesso em 22 abr. 2015.

IBGE. **Produto Interno Bruto - Variação em Volume - Taxa Trimestral**. Séries Históricas e Estatísticas. Diretoria de Pesquisas Coordenação de Contas Nacionais, 2015. Disponível em: <<http://seriesestatisticas.ibge.gov.br/series.aspx?vcodigo=ST12>>. Acesso em 20 mai. 2015.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **World Economic Outlook**. September 2011: Slowing Growth, Rising Risks. Washington, DC: International Monetary Fund, 2011. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/pdf/text.pdf>>. Acesso em 10 nov. 2015.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Carta de Conjuntura, Diretoria de Estudos Macroeconômicos**. Governo Federal, n. 15, Dez. 2011. Rio de Janeiro: Ipea. Dimac, 2011. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/cc15\\_completa5\\_final2.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/cc15_completa5_final2.pdf)>. Acesso em 10 nov. 2015.

\_\_\_\_\_. **Carta de Conjuntura, Diretoria de Estudos Macroeconômicos**. Governo Federal, n. 17, Dez. 2012. Rio de Janeiro: Ipea. Dimac, 2012. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/cc17\\_completa.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/cc17_completa.pdf)>. Acesso em 08 nov. 2015.

\_\_\_\_\_. **Economia Mundial**. Governo Federal, n. 18, Mar. 2013. Rio de Janeiro: Ipea. Dimac, 2013a. Disponível em: <[http://ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/conjuntura/cc18\\_economiamundial.pdf](http://ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/conjuntura/cc18_economiamundial.pdf)>. Acesso em 08 nov. 2015.

\_\_\_\_\_. **Economia Mundial**. Governo Federal, n. 19, Jun. 2013. Rio de Janeiro: Ipea. Dimac, 2013b. Disponível em: <[http://www.en.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/conjuntura/cc19\\_economiamundial.pdf](http://www.en.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/conjuntura/cc19_economiamundial.pdf)>. Acesso em 08 nov. 2015.

\_\_\_\_\_. **Carta de Conjuntura, Diretoria de Estudos Macroeconômicos**. Governo Federal, n. 21, Dez. 2013. Rio de Janeiro: Ipea. Dimac, 2013c. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/cc21\\_completa.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/cc21_completa.pdf)>. Acesso em 08 nov. 2015.

\_\_\_\_\_. **Economia Mundial**. Governo Federal, n. 22, Mar. 2014. Rio de Janeiro: Ipea. Dimac, 2014. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/conjuntura/cc22\\_economiamundial.pdf](http://www.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/conjuntura/cc22_economiamundial.pdf)>. Acesso em 07 nov. 2015.

LOURENÇO, A. L. C. O. **O pensamento de Hyman P. Minsky**: Alterações de Curso e Atualidade. Campinas: Economia e Sociedade, v.15, n.3, p.445-474, dez. 2006.

MASTROMATTEO, G. **The Role of the Public Sector in the Thought of Hyman Minsky**. In: SALVADORI N.; OPOCHER, A. Long-run Growth, Social Institutions and Living Standards. United Kingdom: Elgar Online, 2009. Disponível em: <<http://www.elgaronline.com/view/9781848442276.00008.xml>>. Acesso em 11 jun. 2015.

MINSKY H.P. **Debt Deflation Processes in Today's Institutional Environment**. Banca Nazionale del Lavoro—Quarterly Review, 1982. Disponível em: <[http://digitalcommons.bard.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1228&context=hm\\_archive](http://digitalcommons.bard.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1228&context=hm_archive)>. Acesso em: 10 set. 2015.

\_\_\_\_\_. **The Financial Instability Hypothesis**. Working Paper 74. Nova York: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, 1992. Disponível em: <<http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>>. Acesso em: 04 abr. 2015;

\_\_\_\_\_. **Stabilizing an Unstable Economy**. 1. ed. Nova Iorque: McGrawHill, 2008a.

\_\_\_\_\_. **Estabilizando uma Economia Instável**. Do Original Stabilizing an Unstable Economy. Nova Iorque: McGrawHill, 2008b. Disponível em: <[http://fabianodalto.weebly.com/uploads/3/6/8/2/3682836/minsky\\_9\\_e\\_10.pdf](http://fabianodalto.weebly.com/uploads/3/6/8/2/3682836/minsky_9_e_10.pdf)>. Acesso em 02 nov. 2015.

MULLIGAN R.F.; LIRELY R.; COFFEE D. **An Empirical Examination of Minsky's Financial Instability Hypothesis**. Cullowhee/NC: Western Carolina University, 2010. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1567626](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1567626)>. Acesso em 26 mar. 2015.

PAPADIMITRIOU D.; WRAY L. R. **Introduction to Minsky's Stabilizing an Unstable Economy**. In: MINSKY H. Stabilizing an Unstable Economy. 1. ed. Nova Iorque: McGrawHill, p. 11-33, 2008. Disponível em: <<http://digamo.free.fr/minsky86.pdf>>. Acesso em 07 abr. 2015.

SALLES, J.A.D. **Dois Ensaios Sobre Aspectos da Instabilidade Financeira**. Porto Alegre: Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, 2014. Disponível em: <<http://repositorio.pucrs.br/dspace/bitstream/10923/5825/1/000457641-Texto%2BCompleto-0.pdf>>. Acesso em 14 jun. 2015.

SANTOS, M. A.; MOREIRA, G. C. **CONSUMO, INVESTIMENTO E CRESCIMENTO ECONÔMICO: UMA ANÁLISE DE EQUILÍBRIO GERAL**. In: XII ENABER and 2nd Ibero-American Meeting on Regional Development, Belo Horizonte, 2014. Belo Horizonte: XII ENABER, 2014. v. 1. Disponível em: <<http://www.brsa.org.br/fotos/arquivo1-2015-09-25-09-00-43.pdf>>. Acesso em 14 nov. 2015.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Balanco do Setor Público Nacional**. Brasília: 2015a. Disponível em: <[http://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt\\_PT/balanco-do-setor-publico-nacional-bspn-](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt_PT/balanco-do-setor-publico-nacional-bspn-)>. Acesso em 13 jun. 2015.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Conceitos e Estatísticas da Dívida Pública**. Dívida Pública: A Experiência Brasileira. Brasília: 2015b. Disponível em: <[http://www3.tesouro.gov.br/divida\\_publica/downloads/Parte%201\\_4.pdf](http://www3.tesouro.gov.br/divida_publica/downloads/Parte%201_4.pdf)>. Acesso em 26 set. 2015.

SILVA, T. F. M. R. **Uma Análise Sistêmica para o Papel dos Bancos e das Firms no Desenvolvimento do Ciclo Minskyano**. In: XIII Encontro Nacional de Economia Política, 2008. João Pessoa: Anais do XIII Encontro Nacional de Economia Política, 2008. Disponível em: <[http://www.sep.org.br/artigos/download?id=1316&title=Uma análise sistêmica para o papel dos bancos e das firmas no desenvolvimento do ciclo minskyano](http://www.sep.org.br/artigos/download?id=1316&title=Uma%20an%C3%A1lise%20sist%C3%AAmica%20para%20o%20papel%20dos%20bancos%20e%20das%20firmas%20no%20desenvolvimento%20do%20ciclo%20minskyano)>. Acesso em 21 abr. 2015.

SUMMA, R.F. **Um modelo de Fragilidade Financeira para Economia Aberta**. In: VIII Encontro de Economia da Região Sul - ANPEC SUL 2005. Macroeconomia, Economia Internacional e Finanças Públicas, 2005. Porto Alegre: VIII Encontro de Economia da Região Sul - ANPEC SUL, v.III, 2005. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/anpecsul2005/artigos/area2-04.pdf>>. Acesso em 11 jun. 2015.

*TERRA F.H.B.* **A Hipótese Minskyana de Fragilidade Financeira Aplicada ao Setor Público**: uma análise para a econômica brasileira no período 2000-2008. Brasília: *Economia*, v.12 n.3 p. 497-516, set/dez 2011. Disponível em: <[http://www.anpec.org.br/revista/vol12/vol12n3p497\\_516.pdf](http://www.anpec.org.br/revista/vol12/vol12n3p497_516.pdf)>. Acesso em 28 mar. 2015.

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Desempenho da Economia Brasileira, 2010**. Contas do Governo. Disponível em: <[http://portal3.tcu.gov.br/portal/page/portal/TCU/comunidades/contas/contas\\_governo/contas\\_10/fichas/Ficha%201.1\\_cor.pdf](http://portal3.tcu.gov.br/portal/page/portal/TCU/comunidades/contas/contas_governo/contas_10/fichas/Ficha%201.1_cor.pdf)>. Acesso em 21 mai. 2015.

\_\_\_\_\_. **Desempenho da Economia Brasileira, 2011**. Contas do Governo. Disponível em: <[http://portal3.tcu.gov.br/portal/page/portal/TCU/comunidades/contas/contas\\_governo/Contas2011/fichas/1\\_1\\_DesempenhoEconomiaBrasileira.pdf](http://portal3.tcu.gov.br/portal/page/portal/TCU/comunidades/contas/contas_governo/Contas2011/fichas/1_1_DesempenhoEconomiaBrasileira.pdf)>. Acesso em 21 mai. 2015.



VASCONCELOS, D.S. **Minsky on “Big Government”**. São Paulo: Revista de Economia Política, vol. 34, n. 1, p. 15-38, 2014. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0101-31572014000100002](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572014000100002)>. Acesso em 23 abr. 2015.

VERCELLI, A. **A Theory of Minsky Moments: a Restatement of the Financial Instability Hypothesis in the light of the “subprime” crisis**. Department of Economic Policy, Finance and Development (DEPFID) Siena: University of Siena, 2009 Disponível em: <<http://www.storep.org/workshopsiena/Vercelli.pdf>>. Acesso em 04 abr. 2015.

**ANEXO – Consolidação das Contas Públicas: Receitas Totais e Despesas Totais (correntes primárias e financeiras) de  
2009 a 2013**

Conta/Ano	2009	2010	2011	2012	2013
Despesa Corrente (1)	1.418.287.273.601,32	1.593.407.971.948,51	1.748.882.116.265,09	1.908.513.699.175,90	2.140.707.452.443
Juros e Encargos da Dívida (2)	144.338.368.510,86	143.633.046.670,75	153.953.649.117,68	160.420.581.784,06	165.521.422.730
Despesa de Capital (3)	106.642.942.835,70	134.832.270.519,57	119.241.090.135,52	149.147.027.914,27	155.980.048.538
Amortização (4)	270.588.082.356,81	160.303.274.343,71	121.789.833.515,98	344.760.997.649,91	293.251.373.583,32
Inversões Financeiras (5)	45.840.253.619,81	47.082.569.089,25	52.220.449.931,82	67.827.598.818,51	80.794.295.105
Despesas Correntes Primárias (1-2+3+5)	1.426.432.101.545,97	1.631.689.764.886,58	1.766.390.007.214,75	1.965.067.744.124,62	2.211.960.373.356,00
Despesas Financeiras (2+4)	414.926.450.867,67	303.936.321.014,46	275.743.482.633,66	505.181.579.433,97	458.772.796.313,32
Despesa Total	1.841.358.552.413,64	1.935.626.085.901,04	2.042.133.489.848,41	2.470.249.323.558,59	2.670.733.169.669,32
Receita Total	1.709.229.953.074,97	1.778.394.807.644,90	1.978.790.501.709,21	2.312.200.565.642,30	2.401.289.197.058

Fonte: STN (2015a)

Nota: Elaborado pelo autor