

# Instabilidade financeira e crise econômica: uma interpretação pós-keynesiana

---

Antonio Ernani Lima\*

## 1 - O problema

A economia brasileira foi profundamente afetada, no primeiro semestre de 1998, pela instabilidade financeira e cambial que se verificou, em outubro de 1997, nos denominados países emergentes, entre os quais o Brasil, com epicentro na crise de países do Sudeste Asiático, principalmente Tailândia, Malásia, Indonésia e Coréia.

Como ingrediente adicional dessa crise, destaca-se a estagnação que a economia japonesa vem mostrando desde 1990, com o fim do *boom* de crescimento do Japão na década de 80, em grande parte especulativo, a denominada “economia da bolha”, o que agrava o quadro econômico da Ásia pela impossibilidade de o país detentor do segundo maior PIB do mundo exercer, nesse momento, qualquer influência positiva para a recuperação das combalidas economias da região.

Mais recentemente, em agosto de 1998, quando as ondas de choque da crise do Sudeste Asiático já pareciam ter sido absorvidas pela economia brasileira, que conseguiu manter a sua estabilidade cambial e de preços ao custo de estagnação econômica, de redução das reservas cambiais (de US\$ 60 bilhões para US\$ 53 bilhões), de elevação do nível do desemprego (de 5,6% para 8,3%), de uma desvalorização impressionante dos ativos financeiros negociados no mercado de capitais e de uma elevação brutal da taxa de juros doméstica (de 20% a.a. para 40% a.a.), a economia mundial, e a brasileira em particular, experimentou o impacto derivado das moratórias externa e interna da Rússia e da desvalorização abrupta do rublo.

---

\* Professor da Faculdade de Ciências Políticas e Econômicas da UFRGS.

Os efeitos econômicos desse segundo choque financeiro e cambial mundial foram ainda mais devastadores para a economia brasileira, pois, além da persistência dos efeitos do primeiro choque, se acrescentou uma vertiginosa redução das reservas cambiais do País, que tinham voltado a subir, atraídas pelas altas taxas de juros, de US\$ 74 bilhões, antes da crise russa, para os escassos níveis de US\$ 38 bilhões, em dezembro de 1998, levando à necessidade de formação de um consórcio internacional, liderado pelo FMI, para levantar fundos de empréstimos ao Brasil, na ordem de US\$ 42 bilhões, a fim de evitar que o País seguisse os caminhos da Indonésia ou da Rússia.

Finalmente, em janeiro de 1999, apesar do recrudescimento das altas taxas de juros internas e pressionado pela continuidade da perda de reservas, o Governo brasileiro optou por abandonar a política cambial administrada pelo Banco Central, mediante o sistema de bandas, passando para o regime de câmbio flutuante, no momento em que as reservas cambiais do País alcançaram cerca de US\$ 35 bilhões.

A população brasileira parece incompreensível que acontecimentos em países tão longínquos possam afetar o seu emprego, a sua renda e a sua capacidade de produzir, consumir e investir. O que é diretamente perceptível é que a incerteza e o desemprego estão aumentando, a renda está estagnada ou reduzindo-se, assim como o ritmo da produção, do consumo e do investimento de bens e serviços está em declínio no Brasil e em muitos outros países.

## 2 - Objetivos

Considerando o quadro de crise antes traçado, este texto tem os seguintes objetivos:

- apresentar, em termos didáticos, os principais conceitos, agentes e variáveis que interagem em uma moderna economia capitalista, visando esclarecer como o nosso cotidiano pode ser afetado por acontecimentos tão distantes quanto uma desvalorização da moeda na Indonésia, uma moratória na Rússia ou uma queda da Bolsa de Valores de Nova Iorque;
- situar o contexto da crise atual no âmbito da estrutura teórica construída pelos economistas pós-keynesianos, explicitando o caráter financeiro dos ciclos econômicos, bem como o papel dos bancos centrais nacionais nesse processo;
- avaliar o papel do Fundo Monetário Internacional perante a crise atual, sob a ótica da lacuna representada pela inexistência de um banco central mundial, bem como avaliar as políticas em curso no Brasil para o enfrentamento emergencial e estrutural da crise.

### 3 - O mercado financeiro e o mercado de bens e serviços

A compreensão da crise atual das economias do Brasil e de tantos outros países, em um contexto global, exige o entendimento de que perturbações originadas no mercado financeiro de um país podem afetar o comportamento do mercado de bens e serviços e da economia como um todo, do próprio país e de outros países. Que mercados são esses, quais são as variáveis relevantes em cada mercado e como se processam as relações entre ambos?

#### 3.1 - O mercado de bens e serviços

É nesse mercado que se desenrolam as atividades de produção, consumo e investimento relacionadas com bens e serviços em geral (exceto serviços financeiros), bem como de emprego de fatores de produção. Os agentes econômicos que interagem nesse mercado são as empresas em geral (exceto as instituições financeiras), os proprietários de fatores de produção e o estado. As variáveis relevantes desse mercado correspondem, no lado da demanda, à taxa de crescimento da produção, à taxa do consumo de bens e serviços, à taxa de poupança para a realização de investimentos e, no lado da oferta, às taxas de emprego de fatores de produção (entre estas, a taxa de desemprego de mão-de-obra).

A natureza do mercado de bens e serviços é de fácil compreensão, tendo em vista a sua tangibilidade em relação ao nosso cotidiano de cidadãos que produzem, consomem e investem os bens e serviços existentes em uma economia moderna.

#### 3.2 - O mercado financeiro

É neste mercado que se desenrolam as atividades de produção e de prestação de serviços financeiros em geral. As suas características são menos compreensíveis, dado que o mesmo produz serviços mais complexos e freqüentemente intangíveis e que o seu comportamento é muito mais volátil do que o do mercado de bens e serviços. Para a melhor compreensão dos agentes econômicos e das variáveis relevantes, divide-se esse mercado financeiro nos segmentos que seguem.

**Mercado monetário:** é por meio desse segmento que as empresas, as pessoas e as instituições financeiras suprem as suas necessidades de dinhei-

ro, sendo nesse mercado que se determina o grau de liquidez da economia em um dado momento ou período. As instituições financeiras que operam nesse segmento são os bancos comerciais (ou os bancos múltiplos com carteira comercial). Dentre as variáveis relevantes, citam-se as taxas de juros do mercado interbancário (CDI), das contas devedoras e do Banco Central.

**Mercado de crédito:** atende aos agentes econômicos quanto às suas necessidades de financiamento de curto, médio e longo prazos. Nesse segmento, processam-se as operações de crédito para a produção, para o consumo e para os investimentos demandados pelo mercado de bens e serviços. Os prazos das operações de crédito variam de acordo com a sua finalidade, indo desde um a três meses, para o financiamento à produção, a até mais de 10 anos, para o financiamento de investimentos, passando por prazos intermediários para o financiamento ao consumo. As instituições financeiras que operam nesse mercado são os bancos comerciais, os bancos de desenvolvimento, os bancos de investimento e os bancos múltiplos com carteiras de desenvolvimento, de investimento ou comercial. Dentre as variáveis relevantes nesse mercado, destacam-se as taxas de juros de curto e de médio prazos e a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), que rege o financiamento dos investimentos.

**Mercado de capitais:** atende às necessidades de financiamento de médio e de longo prazos das empresas, essencialmente aquelas organizadas em sociedades anônimas, mediante a emissão de ações ou de debêntures. Esses títulos são primariamente colocados junto ao público por corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários. As ações podem ser, posteriormente a sua emissão, livremente renegociadas nas Bolsas de Valores. As debêntures são resgatadas normalmente ao final de um período de três anos. As variáveis relevantes nesse mercado são as taxas de juros, no caso da emissão de debêntures, e o preço em Bolsa, no caso das ações. Nesse segmento, também se incluem os mercados futuros, onde se negociam produtos financeiros derivativos.

**Mercado cambial:** neste segmento, realizam-se as operações de compra e venda de moedas estrangeiras conversíveis, normalmente associadas com viagens internacionais, com operações de crédito para o financiamento de importações e exportações de bens e serviços, bem como com a entrada e saída de capitais financeiros. Os prazos vigentes nesse mercado também são variáveis, desde à vista até vários anos, mas normalmente giram em torno de seis meses a um ano. As instituições financeiras desse segmento são aquelas autorizadas a operar com carteira de câmbio, principalmente bancos comerciais e bancos múltiplos com carteira comercial. As variáveis econômicas relevantes nesse mercado são a taxa de câmbio e, no caso de operações de crédito, a taxa de juros, esta aplicada de forma cumulativa com a taxa de variação do câmbio ou, então, embutindo uma expectativa de variação do câmbio.

Portanto, podemos sintetizar que as variáveis econômicas relevantes do mercado financeiro são as taxas de juros, a taxa de câmbio e o preço dos ativos financeiros, entre esses, as ações. A taxa de juros é, basicamente, pautada pelo Banco Central, a taxa de câmbio é, agora, flutuante, e o indicador de valorização de ações mais usado é o Índice da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Ibovespa).

A relevância dessas variáveis está no fato de que é mediante a sua evolução que o mercado financeiro exerce a sua influência sobre o comportamento do mercado de bens e serviços e sobre a economia como um todo. Um exemplo claro dessa interação e que configura o seu entendimento, corresponde ao aumento no desemprego de fatores de produção gerado pelas altas taxas de juros que a política monetária brasileira pratica desde 1994 e, de forma desmedida, desde outubro de 1997, quando eclodiu a crise financeira asiática. Essa taxa de juros, por sua vez, vinha sendo utilizada, até a liberalização do câmbio, para defender as reservas em divisas do País, mediante a atração de capitais externos especulativos, e, após a implantação do câmbio flutuante, para conter o ímpeto inflacionário.

Finalmente, destaca-se o papel desempenhado pelo Banco Central como instituição hegemônica, em cada país, do mercado financeiro nacional, na medida em que cabem àquele a responsabilidade de supervisão e controle das instituições do mercado, o monopólio da produção de dinheiro na economia e a determinação de limites para a expansão da moeda e do crédito.

Uma vez apresentados de uma forma estática os conceitos sobre os mercados, as instituições e as variáveis relevantes de uma economia capitalista moderna, passaremos agora à descrição da dinâmica dessa economia, usando para tanto os fundamentos da teoria pós-keynesiana, segundo a qual os ciclos de expansão e de crise econômica têm sua origem na instabilidade própria do mercado financeiro, o que torna a economia como um todo inerentemente instável.

## **4 - A teoria pós-keynesiana**

A teoria pós-keynesiana tem, entre os seus principais autores, Paul Davidson, Jan Kregel, Hyman Minsky, Victória Chick e Sidney Weintraub. Descreve-se, a seguir, uma síntese do pensamento pós-keynesiano, utilizando-se como guia o modelo de Minsky, segundo apresentado por Mollo (1986), de cujo texto se extraiu o seguinte trecho:

“Segundo Minsky, o capitalismo é instável devido à forma através da qual a atividade econômica é financiada. O financiamento afeta a

economia capitalista através das posições em ativos de capital que devem ser financiadas, através da produção e da distribuição dos bens de consumo e de investimento, que também têm necessidade de financiamento e, finalmente, porque as dívidas devem ser reembolsadas. Por outro lado, o sistema financeiro é, segundo Minsky, naturalmente instável e tende a se fragilizar, à medida que a economia se desenvolve. Isto não se deve a acidentes nem a erros de política econômica, mas resulta do funcionamento normal de nossa economia” (MINSKY, 1977, p.139).

Esse trecho realça o fato de que as atividades típicas da economia, isto é, a produção, o consumo e o investimento em bens e serviços, têm o seu comportamento determinado pela existência de um mercado financeiro voltado para o seu financiamento. Mais do que isso, os estados de crescimento ou de crise na economia dependem da forma como aquelas atividades econômicas são financiadas.

Essa forma se traduz em Minsky na presença ou não de adequadas condições financeiras na economia, o que pressupõe a existência de volume de crédito abundante, com taxas de juros e prazos de pagamento compatíveis com o retorno proporcionado pela atividade financiada. Nesse sentido, quanto mais altas as taxas de lucro, mais baixas as taxas de juros e mais longos os prazos de pagamento, maiores e mais aceleradas serão as taxas de crescimento da produção, do consumo e do investimento na economia, levando-a em direção ao pleno emprego de fatores de produção. Nesse ponto, também se pressupõe que os preços permaneçam estáveis, em razão da concorrência e da importação de bens e serviços, e que os prováveis déficits comercial e em conta corrente sejam também facilmente financiados, em virtude das mesmas condições financeiras favoráveis ao crescimento da economia.

Segue-se outro trecho do texto de Mollo (1986) que elucida o pensamento de Minsky sobre a determinação do investimento como função da valorização dos ativos de capital existentes na economia.

“As condições financeiras são vistas aqui não somente como o óleo necessário ao bom funcionamento da engrenagem do sistema, mas podendo fornecer um impulso suplementar, ao romper os limites impostos pelas restrições orçamentárias dos capitalistas. Se elas são convenientes, ou seja, se existem meios de financiamento suficientes, os preços dos ativos de capital são elevados em relação aos preços dos bens de investimento. A decisão de investir é, portanto, tomada, e o investimento aumenta.”

Uma primeira conclusão da teoria pós-keynesiana é, portanto, que a existência de condições financeiras convenientes é básica para o bom funcionamento e para a expansão da economia. Nesse ponto, pergunta-se como se estabelecem essas condições financeiras adequadas. No pensamento pós-keynesiano, elas são determinadas de maneira endógena, dentro de limites significantes, mediante a interação entre os bancos e os seus clientes e entre os bancos e o Banco Central.

As relações entre os bancos e seus clientes, pautadas pelas inovações financeiras, irão determinar a substituição da moeda pelos ativos financeiros, na medida em que o público deposita moeda nos bancos em troca de produtos financeiros, o que permite a formação das reservas que irão alavancar o financiamento da produção, do consumo e do investimento.

Nesse processo de criação das condições financeiras adequadas ao financiamento da economia, os bancos tendem, genericamente, a se endividar a curto prazo junto ao público e a emprestar aos empresários, investidores e consumidores a prazos mais longos. Assim, à medida que aumenta o endividamento geral da economia, surge também uma tendência da economia apresentar um sistema financeiro cada vez mais fragilizado, dados o seu comportamento especulativo (*borrow short — lend long*) e sua natureza capitalista de busca da maximização do lucro.

Essa fragilidade financeira é definida por Minsky segundo o grau de endividamento das unidades econômicas que interagem no mercado financeiro, dividindo-as, quanto a esse atributo, em três tipos: as unidades *hedge*, isto é, seguras, cujo fluxo de caixa projetado é tal que os rendimentos esperados são superiores, em cada período no tempo, aos seus gastos no pagamento das dívidas; as unidades especulativas, cujo fluxo de caixa projetado apresenta, em determinados períodos, entradas monetárias inferiores às saídas para o pagamento das dívidas, mas que, dada a sua situação financeira positiva geral, podem obter novos financiamentos para equilibrar seu fluxo de caixa; finalmente, as unidades Ponzi, assim denominadas em memória a um banqueiro falido, são aquelas onde as entradas monetárias esperadas são sistematicamente inferiores, no tempo, às saídas para o pagamento de seus compromissos financeiros. Portanto, quanto mais unidades especulativas e Ponzi existem no mercado financeiro, mais fragilizada financeiramente se encontra a economia como um todo e, particularmente, as instituições financeiras credoras.

Assim, chegamos a um segundo ponto crucial da teoria pós-keynesiana, segundo o qual o crescimento econômico proporcionado pela presença de condições financeiras adequadas apresenta a tendência de cada vez mais fragilizar financeiramente a economia como um todo. À medida que essa tendência se

mostra cada vez mais visível, igualmente aumenta o grau de incerteza dos agentes econômicos, em especial dos banqueiros. Em determinado momento, qualquer perturbação na economia levará os bancos a estancarem o fluxo de financiamento da produção, do consumo e dos investimentos, bem como a elevar as taxas de juros, em função de uma nova avaliação de risco de crédito, instalando-se, a partir daí, a situação de crise na economia.

Observa-se, ainda, que, enquanto as unidades *hedge* somente podem ser afetadas por distúrbios nos mercados de seus próprios produtos, as unidades especulativas e Ponzi são vulneráveis também, e principalmente, aos distúrbios no mercado financeiro.

Um terceiro ponto crucial da teoria pós-keynesiana reside, portanto, no fato de que o aumento da incerteza e do risco na economia, ao lado de uma demanda sempre crescente de crédito, leva ao aumento das taxas de juros, ao encurtamento dos prazos e ao estancamento do fluxo de oferta de crédito pelos bancos.

Uma vez instalada a crise, esta se encarrega de acentuar a fragilização financeira do sistema bancário, pelo aumento desmesurado da inadimplência, o que passa a caracterizar um risco sistêmico e leva à necessidade de interveniência do Banco Central, mediante o exercício de sua função precípua, no modelo pós-keynesiano, de prestador de última instância das instituições bancárias em dificuldades, visando evitar que a falência generalizada de bancos leve a economia para uma crise ainda mais profunda.

Essa necessidade de intervenção do Banco Central como prestador de última instância é a quarta e última característica essencial da teoria pós-keynesiana, aqui apresentada de forma sintética.

A crise atual foi desencadeada pela instabilidade financeira e cambial no sudeste da Ásia, tendo como fator inicial e transmissor a grande massa de capitais financeiros que transitam na economia mundial em busca de aplicações que propiciem o máximo de remuneração com o mínimo de risco. A crise na Tailândia, na Indonésia e na Coreia ocorreu após um longo período de crescimento econômico impulsionado por financiamentos bancários que elevaram, sobremaneira, o grau de endividamento das empresas naqueles países.

A percepção dessa situação frágil das empresas endividadas e, conseqüentemente, dos seus bancos credores, inicialmente na Tailândia e depois, em outubro de 1997, na Indonésia e na Coreia, levou os capitais especulativos internacionais ao abandono de posições financeiras nesses países e em outros mercados financeiros de países emergentes, como o Brasil.

Especificamente em relação ao Brasil, não esqueçamos que, mais remotamente, o modelo substitutivo de importações, que modelou e impulsionou o desenvolvimento da economia brasileira desde o fim da Segunda Guerra Mundial até o final dos anos 70, entrou em crise justamente quando se evidenciaram



as dificuldades derivadas do esgotamento financeiro (e da capacidade de se refinar) do Estado, principal agente dinâmico daquele modelo. Mais recentemente, lembremos a necessidade de intervenção do Banco Central para a reforma e para o saneamento dos bancos privados e públicos nacionais. Em outras palavras, tanto o Estado (em seus vários níveis) como muitos dos demais agentes econômicos brasileiros (bancos, empresas e consumidores) se tornaram unidades especulativas e Ponzi, no conceito pós-keynesiano de Minsky, desde o fim do modelo substitutivo de importações e, principalmente, a partir da abertura comercial do País.

Nesse momento, após a conclusão dos programas de saneamento do sistema bancário, este se encontra, em linhas gerais, novamente apto para retomar o financiamento da produção, do consumo e do investimento na economia brasileira. Mas as condições para essa retomada do processo de desenvolvimento ainda não se completaram, principalmente porque o endividamento do Estado e as características de curto prazo da dívida pública, independentemente da instabilidade financeira proveniente do setor externo, continuam exigindo uma taxa de juros interna superior à internacional e incompatível com a retomada daquele processo. Acrescenta-se que esse patamar elevado de taxa de juros também inibe as possibilidades da produção, do consumo e do investimento privado liderarem a retomada do processo de acumulação.

## **5 - Avaliação da política internacional: o papel do FMI**

Uma característica crucial da crise atual é que não apenas empresas, pessoas ou bancos podem se tornar unidades de finanças especulativas ou Ponzi, mas também países, não em função de tradicionais fatores cambiais associados a desequilíbrios do balanço de pagamentos, porém, principalmente, em decorrência da enorme massa de capitais financeiros flutuantes hoje existentes nos mercados financeiros internacionais, boa parte dos quais oriundos de fundos de investimentos e de fundos de previdência.

Mas, enquanto no âmbito nacional a crise financeira pode ser tratada mediante a interveniência do Banco Central, como prestador de última instância, assim como a tradicional crise no balanço de pagamentos pode ser resolvida com a interveniência do Fundo Monetário Internacional, não existe um banco central supranacional que exerça uma função de prestador de última instância a países, tendo em vista a defesa da moeda nacional e a estabilidade econômica internacional.

Entretanto deve-se reconhecer que o FMI é a instituição internacional mais próxima dessa função, ainda que tenha sido criado em Bretton Woods com a finalidade de tratar problemas monetários e financeiros de curto prazo, ligados ao balanço de pagamentos dos seus países-membros e, nesse sentido, dada sua dimensão financeira e cultura técnica, seja comparável mais a um banco comercial multilateral do que a um banco central mundial.

Por outro lado, o FMI está exercendo de fato essa função, na medida em que vem integrando, de forma destacada, o *pool* de países, bancos e instituições multilaterais que reuniram os recursos necessários para que a Coréia, a Indonésia e, agora, o Brasil, continuem as suas travessias econômicas.

## **6 - Avaliação da política nacional: o saneamento do sistema bancário, as reformas constitucionais e o ajuste fiscal**

A economia brasileira recebeu em cheio o impacto das crises asiática e russa, porque houve a percepção dos investidores financeiros internacionais que o País apresentava fundamentos econômicos tão frágeis quanto os daquelas economias, com ênfase no déficit fiscal, na sobrevalorização cambial, no déficit em conta corrente e na fragilidade do seu sistema financeiro.

A partir desse diagnóstico, que, em parte, já existia desde a implantação do Plano Real, os responsáveis pela formulação de políticas econômicas tinham duas linhas básicas de ação: a primeira, coerente com a prioridade à estabilidade de preços tão duramente obtida a partir de junho de 1994, seria a colocação em prática de medidas voltadas ao fortalecimento dos fundamentos macroeconômicos do Brasil; a segunda seria abandonar o Plano Real e voltar para um cenário de desvalorizações cambiais periódicas, de inflação, de reconcentração da renda e de recolhimento do imposto inflacionário. O caminho escolhido, como sabemos, foi o primeiro, em relação ao qual foram apresentadas à sociedade e ao Congresso brasileiros medidas de saneamento bancário, de reformas constitucionais, de ajuste fiscal emergencial e de desvalorização real gradual da moeda nacional.

O primeiro conjunto de medidas, implementado via Banco Central, foram os programas de saneamento dos bancos nacionais privados e públicos, mediante a transferência do controle acionário, no caso das instituições financeiras privadas, e, no caso das instituições financeiras públicas, mediante assunção de dívidas pelos seus controladores públicos ou privatizações ou transformação

em agência de fomento. O custo desse saneamento correspondeu a cerca de 7% do PIB do País, valor esse similar ao custo de saneamento financeiro implementado por outros países em seus sistemas bancários. Como resultado, o Brasil hoje dispõe de um sistema bancário mais sólido e capaz de exercer papel positivo na rearticulação das condições financeiras necessárias para um novo ciclo de expansão econômica. Nesse sentido, a avaliação é que o objetivo de saneamento dos bancos nacionais foi, em grande parte, alcançado com a característica adicional de aumento da competitividade e da participação estrangeira no setor.

O segundo conjunto de medidas, voltado para a reforma estrutural das finanças públicas, corresponde às reformas constitucionais já aprovadas pelo Congresso e promulgadas, como as reformas administrativa e previdenciária, ou ainda em discussão, como a reforma tributária. Os objetivos iniciais do Governo em relação a essas reformas foram, em parte, bloqueados pelo Congresso Nacional, especialmente em relação às questões da previdência, mas, em linhas gerais, colocaram nas mãos do Governo os instrumentos necessários para estancar, ao longo do tempo, as vantagens funcionais e os gastos com pessoal pelo setor público, bem como o déficit financeiro e atuarial crescente da previdência pública. Nesse sentido, a avaliação é que o objetivo de ajuste estrutural das contas públicas foi apenas em parte aprovado, podendo exigir novas propostas de mudanças constitucionais, principalmente de ordem previdenciária, e seus resultados, de qualquer forma, poderão advir apenas no longo prazo.

O terceiro conjunto de medidas é o ajuste emergencial das contas públicas, em função do agravamento da situação econômica do País, provocado pela instabilidade financeira analisada neste texto. Uma primeira tentativa de ajuste fiscal de emergência foi realizada, sem sucesso, ao final de 1997, depois do choque advindo da crise asiática. Uma segunda tentativa ainda está em curso, em função da crise russa, da renovada sangria das reservas cambiais do País desde agosto de 1998 e, mais recentemente, pela mudança de regime cambial. A avaliação que se faz é que o ajuste fiscal tem sido um recorrente fracasso no Brasil, desde a implementação do primeiro plano de estabilização em 1986. Sem ajuste fiscal, o Plano Real sustentou-se apenas com a âncora cambial o quanto pôde, ao custo já visto pela sociedade brasileira. A manutenção do ajuste das contas públicas no mero plano das intenções apenas agravará cada vez mais a situação da economia nacional, levando-a, inexoravelmente, para o caminho da moratória, do confisco, da quebra de contratos e da bancarrota econômica e financeira do País, com todas as suas conseqüências institucionais.

Dessa forma, é crucial a necessidade de o Governo completar a sua meta de ajuste fiscal emergencial em complemento ao pretendido ajuste estrutural das contas públicas, visando, em última instância, reduzirem-se as taxas de

juros internas aos níveis internacionais e abrir caminho para um período de controle da relação entre o estoque da dívida pública e o tamanho da economia nacional.

Finalmente, quanto à política de depreciação real do câmbio, controlada pelo Banco Central, mediante um sistema de bandas cambiais, o Governo Federal viu-se compulsoriamente obrigado a passar para o regime de câmbio flutuante, tornando o controle da inflação dependente das novas âncoras monetária, fiscal e, na medida em que a indexação não retorne, salarial. Nesse sentido, mais uma vez se apresenta o ajuste fiscal como pressuposto essencial para a redução das taxas de juros internas e para o retorno do crescimento.

Em síntese, a aposta do Governo em uma solução de política econômica ortodoxa e de mercado para a crise da economia brasileira ainda não se completou, depois de quatro anos desde a implantação do Plano Real, e se agravou com a emergência da crise financeira internacional. Assim, a incapacidade da União em concluir seu projeto econômico continua comprometendo o crescimento do País e acentuando a crise econômica estrutural, independentemente de outros fatores críticos emergenciais. A reeleição do Presidente Fernando Henrique Cardoso mostrou que a sociedade brasileira ainda está disposta a acreditar que a atual condução da política econômica é correta e dará os resultados esperados de retomada do crescimento. Essa política, entretanto, para ter a sua eficácia finalmente avaliada, precisa ser completada com o ajuste fiscal pretendido pelo Governo. Assim, uma vez alcançadas as metas governamentais de ajuste e caso mantido o ambiente de estagnação econômica e de tensão social hoje existente, ficará então patente a necessidade de reversão para uma política heterodoxa e de intervenção mais explícita do Estado na economia e, principalmente, no mercado financeiro.

## **7 - Conclusão**

Apresentou-se, neste texto, em primeiro lugar, o problema da crise econômica que atravessa o Brasil, centrando-se a questão, independentemente da transformação estrutural que perpassa a sua economia desde o fim do modelo substitutivo de importações, nos efeitos sobre o País, desde outubro de 1997, da instabilidade financeira advinda da interrupção do crescimento em países do Sudeste Asiático e da moratória da Rússia. Neste sentido, para o entendimento das razões que levam a que eventos econômicos em países tão longínquos afetem o nosso cotidiano, foram apresentados os principais conceitos que caracterizam os mercados e as variáveis relevantes para essa compreensão.

Em segundo lugar, para explicar como se dá o processo dinâmico de expansão e de crise na economia capitalista, recorreu-se ao pensamento pós-keynesiano, conforme expresso por Minsky, como modelo de interpretação dos ciclos econômicos, a partir da instabilidade do mercado financeiro. Procurou-se mostrar que as raízes financeiras da crise econômica atual, bem como as características estruturais do processo de transformação da economia brasileira, podem ser melhor entendidas sob a estrutura teórica pós-keynesiana.

Em terceiro lugar, analisou-se a necessidade de o sistema financeiro internacional contar com uma instituição supranacional que exerça, em relação aos países sob ataque especulativo em um contexto de crise global, a mesma função que, no plano nacional, exerce o Banco Central como emprestador de última instância para o sistema bancário, quando existe risco sistêmico.

Finalmente, analisou-se o conjunto de medidas de política econômica do Governo brasileiro, agrupadas no saneamento dos bancos, nas reformas constitucionais e no ajuste fiscal, concluindo-se por uma posição favorável a uma solução ortodoxa de mercado para a crise, mas destacando-se que uma resposta insuficiente de tal política abrirá caminho para uma possível mudança em direção à heterodoxia e à renovada intervenção direta do Estado na economia, inclusive com o reescalonamento compulsório de dívidas em geral e do setor público em particular. Neste sentido, de qualquer forma, destaca-se, também, a necessidade de construção de um novo modelo de intervenção do Estado na economia, assunto este já discutido em separado por Lima e Lagemann (1998).

## Bibliografia

- CARVALHO, Fernando J. Cardin de (1991). A não-neutralidade da moeda na economia monetária de produção: a moeda nos modelos pós-keynesianos. **Estudos Econômicos**, v.21, n.1, p.11-40, jan/abr.
- COLISTETE, Renato Perin (1989). Hyman Minsky: uma visão da instabilidade a partir de Keynes. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.9, n.2, p.108-120, abr.-jun.
- CORAZZA, Gentil (1994). Dinheiro, instabilidade e gestão monetária. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v.15, n.1, p.111-131.
- DAVIDSON, Paul (1978). **Money and the real world**. MacMillan.

- LIMA, Antonio Ernani, LAGEMANN, Eugênio (1998). A velha social-democracia e a nova direita: é possível uma terceira via. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v.26, n.3.
- LOPES, João do Carmo, ROSSETTI, José P. (1992). **Economia monetária**. 6.ed. Atlas.
- MANKIW, N. Gregory (1995). **Macroeconomia**. Rio de Janeiro : Livros Técnicos e Científicos.
- MAYER, Thomas, DUESENBERY, James, ALIBER, Robert (1993). **Moeda, bancos e a economia**. Rio de Janeiro : Campus.
- MINSKY, H. (1977). A theory of systemic fragility. In: ALTMAN, SAMETZ, eds. **Financial crises**. John Whilley and Sons.
- MOLLO, M. L. (1986). Instabilidade do capitalismo, incerteza e o papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 14, Brasília. **Anais...** Rio de Janeiro : ANPEC. p.171-195.
- SACHS, Jeffrey D., LARRAIN, Felipe B. (1995). **Macroeconomia**. São Paulo : Makron Books.