

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**VEBLEN, MINSKY E AS CRISES ECONÔMICAS:
UMA ANÁLISE COMPARATIVA**

DANIEL CHAVES DRACH
matrícula nº: 106022514

ORIENTADOR(A): Prof. Jaques Kerstenetzky

JANEIRO 2013

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**VEBLEN, MINSKY E AS CRISES ECONÔMICAS:
UMA ANÁLISE COMPARATIVA**

DANIEL CHAVES DRACH
matrícula nº: 106022514

ORIENTADOR(A): Prof. Jaques Kerstenetzky

JANEIRO 2013

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do(a) autor(a)

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao meu Orientador Jaques Kerstenetzky, pela disposição, boa vontade e paciência demonstrados durante o processo de elaboração desta monografia. Agradeço também ao amigo Norberto Montani pelo extensivo trabalho de aconselhamento, revisão e discussão, imprescindível para a execução do mesmo. Além disso agradeço a minha família pelo apoio incondicional concedido durante toda a minha vida.

RESUMO

A presente monografia se dispõe a descrever as análises de Minsky e Veblen sobre crises econômicas, destacando o papel dos elementos monetários ou pecuniários envolvidos na gestação e desenvolvimento das mesmas. Como objetivo específico, busca-se comparar estes dois corpos teóricos, com vistas a identificar os principais pontos de convergência e divergência que apresentam, em meio as suas bases teóricas distintas. Mostrou-se que ambas as abordagens descrevem as crises como fenômenos endógenos à dinâmica capitalista, que surgem como um resultado da dinâmica dos negócios, sendo fenômenos umbilicalmente ligados à dinâmica monetária e/ou pecuniária. Neste sentido, a despeito de partirem de fundamentos teóricos essencialmente distintos, existe uma relação de compatibilidade e até mesmo complementaridade entre as posições sustentadas por Veblen e Minsky.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	7
CAPÍTULO I - CRISES ECONÔMICAS EM VEBLEN	9
I.1 INTRODUÇÃO	9
I.2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA INICIAL	10
I.2.1 <i>A Natureza Humana, Dualidades Essenciais Veblenianas</i>	10
I.2.2 <i>Aparecimento da Propriedade Privada</i>	12
I.2.3 <i>Crédito, Capital e Investimento em Veblen</i>	15
I.2.4 <i>A Moderna Empresa de Negócios e seu Processo de Capitalização</i>	17
I.2.5 <i>Tendência ao Endividamento e Instabilidade Financeira</i>	19
I.3 O CICLO ECONÔMICO	22
I.3.1 <i>A Economia Interligada (“Interstitial Relations”)</i>	23
I.3.2 <i>Preços e Vantagens Diferenciais, o Início da Prosperidade.</i>	24
I.3.3 <i>Prosperidade Crescente, “Interstitial Relations”, Capitalização Real VS Nominal e Instabilidade.</i> .	25
I.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS	29
CAPÍTULO II - AS CRISES ECONÔMICAS NA OBRA DE MINSKY	31
II.1 INTRODUÇÃO	31
II.2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA INICIAL	31
II.2.1 <i>Paradigmas da Feira da Aldeia e Wall Street e a Visão da Moeda</i>	31
II.2.2 <i>Incerteza, Contratos e Investimentos</i>	33
II.2.3 <i>As Posições Hedge, Ponzi e Especulativa</i>	34
II.3 INSTABILIDADE FINANCEIRA E CRISE.....	37
II.3.1 <i>A Hipótese de Instabilidade Financeira</i>	38
II.3.2 <i>Deflação de Ativos e Recessão</i>	39
II.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS	40
CAPÍTULO III - ANÁLISE COMPARATIVA, VEBLEN E MINSKY	42
III.1 INTRODUÇÃO	42
III.2 FUNDAMENTOS DA ANÁLISE.....	42
III.2.1 <i>O Monetário e o Pecuniário</i>	43
III.2.2 <i>A “Credit Economy” e a Economia Monetária de Keynes</i>	45
III.2.3 <i>Capital, Investimento e Crédito</i>	45
III.3 O MECANISMO DO CICLO E AS CRISES	46
III.3.1 <i>A Temporalidade e Incerteza</i>	46
III.3.2 <i>Mercados Financeiros e Mercados de Bens como Determinantes da Crise</i>	47
III.3.3 <i>Tipografia das Unidades Econômicas</i>	48

III.3.4 <i>A Hipótese da Instabilidade Financeira e A Expansão do Volume de Turnover</i>	48
III.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS	49
CONCLUSÃO	52
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	56

INTRODUÇÃO

Quando a crise financeira de 2008 irrompeu, economistas ortodoxos se viram numa encruzilhada. A teoria econômica ortodoxa se revelou incapaz de explicar como a crise foi gestada e ganhou as proporções desastrosas registradas nos últimos anos. Ainda, a prescrição de política econômica proposta pela ortodoxia falhou em lidar com os efeitos da instabilidade financeira: houve uma contínua contração econômica e imensa perda de empregos em meio à busca incessante por austeridade fiscal, mesmo a despeito da política monetária francamente expansiva.

Alternativamente, diversos economistas heterodoxos já apontavam para a possibilidade de ocorrência de uma crise de grandes proporções antes dela tomar lugar. Por exemplo, diversos autores criticavam abertamente o processo de liberalização financeira que ocorreu durante os anos 1990-2000, destacando os perigos que ele representava para a prosperidade econômica (AKB, 2008). Mais que isso, de modo oposto ao *mainstream*, diversas teorias heterodoxas reconhecem explicitamente as crises como elementos centrais na dinâmica capitalista, reconhecendo também seu caráter endógeno.

Em particular, duas correntes de pensamento merecem destaque neste tema. Em primeiro lugar, a corrente pós-Keynesiana, que, de acordo com a hipótese de instabilidade financeira de Minsky, sugere que longos períodos de estabilidade econômica podem gerar uma fragilidade financeira crescente que é capaz de prejudicar a prosperidade econômica por razões puramente financeiras (MINSKY, 2008b). Em segundo lugar, a institucionalista original, que, a partir da análise de Veblen sobre o “método das crises e eras de prosperidade”, descreve o processo de gestação e eclosão de uma crise como resultado da era de prosperidade que a precede, destacando, similarmente aos pós-Keynesianos, a natureza pecuniária/monetária que caracteriza tal processo (VEBLEN, 1904).

Ambas as abordagens descrevem as crises do ponto de vista monetário (ou pecuniário) e como fenômenos endógenos à dinâmica capitalista. Contudo, a despeito de marcadas similaridades, essas abordagens se fundamentam em bases teóricas essencialmente distintas. Portanto, para compreender efetivamente a relação e os limites entre as contribuições de ambas as correntes – especialmente de ambos os autores mencionados –, é necessário analisar cuidadosa-

mente suas proposições, evitando conclusões que possam aparecer como resultado de uma análise baseada na apreciação de similaridades superficiais.

Neste contexto, a presente monografia se dispõe a descrever as análises de Minsky e Veblen sobre crises, destacando o papel dos elementos monetários ou pecuniários envolvidos na gestação e desenvolvimento das mesmas. Como objetivo específico, busca-se comparar estes dois corpos teóricos, com vistas a identificar os principais pontos de convergência e divergência que apresentam, em meio as suas bases teóricas distintas.

A hipótese que orienta a o trabalho é a de que, a despeito de partirem de fundamentos tão distintos, existe uma relação de compatibilidade e até mesmo complementaridade entre as posições sustentadas por ambos os autores. Além disso, objetiva-se mostrar como, para ambos teóricos, as crises capitalistas surgem como um resultado da dinâmica dos negócios, portanto, na maior parte dos casos sua ocorrência independe da economia real – ou material – sendo um fenômeno ligado à dinâmica dos preços.

Além desta introdução, a presente monografia conta com um primeiro capítulo no qual é abordada a visão de Veblen sobre o ciclo econômico, além disso serão apresentados, em um prelúdio, determinados elementos fundamentais para compreensão de sua abordagem diferenciada da economia. Em um segundo capítulo será abordada a visão de Minsky sobre o comportamento cíclico da economia, além de também serem explicados determinados elementos teóricos pertencentes ao paradigma pós-keynesiano – fundamentais para a compreensão de sua obra. Por fim, o terceiro objetivará a comparação entre os conceitos e conclusões dos dois autores, dando especial ênfase à tarefa de compreender as similaridades e explorar limites das possíveis analogias, tentando delinear até que ponto existem compatibilidades reais, quando as diferentes bases teóricas impedem um diálogo mais profundo e quando existe uma relação de complementaridade entre ambas as abordagens. A este terceiro capítulo segue a conclusão da monografia, onde são sintetizados os principais pontos levantados ao longo deste trabalho.

CAPÍTULO I - CRISES ECONÔMICAS EM VEBLEN

I.1 Introdução

Thorstein Bunde Veblen, economista americano considerado o fundador da escola institucionalista original, criou em sua obra um sistema de pensamento que representa uma cisão com as premissas e o instrumental das várias vertentes clássicas de análise econômica. Foi um dos primeiros economistas a partir de um ponto de vista evolucionário para analisar a realidade econômica. Influenciado pela ascensão das ideias darwinistas, Veblen propõe um esquema da dinâmica institucional das sociedades humanas que parte da criação de um conjunto de propensões formantes do núcleo de uma nova concepção de natureza humana¹. Tal diagnóstico fornece uma visão alternativa àquela que retrata o ser humano como uma máquina maximizadora de prazer e minimizadora de dor – visão hedonística. Esta “natureza humana” vebleniana criaria, através de um infindável conflito entre seus elementos principais e a realidade material das comunidades humanas, o escopo analítico geral que Veblen utiliza para compreender movimentos sociais, culturais e econômicos.

A espinha dorsal da presente exposição dos ciclos econômicos na obra de Veblen é dada pelo capítulo VII de sua *Teoria da Empresa de Negócios* (VEBLEN, 1904) – um de seus principais livros –, complementada pelos seus artigos seminais sobre a natureza do capital (VEBLEN, 1908a) e (VEBLEN, 1908b) e por capítulos anteriores do mesmo livro para a apresentação de sua visão genérica sobre o sistema econômico. A construção dos elementos fundacionais do pensamento vebleniano, por sua vez, é alimentada por outras fontes, em especial toma-se a estruturação apresentada por (CRUZ, 2007) como um guia mental e recorre-se à outros artigos do autor para fundamentar tal posição (VEBLEN, 1898), (VEBLEN, 1994).

¹ Um bom resumo do que constituiria este núcleo está presente em (CRUZ, 2007).

I.2 Fundamentação Teórica Inicial

I.2.1 A Natureza Humana, Dualidades Essenciais Veblenianas

O escopo analítico citado na introdução acima pode ser resumido, para os fins do presente trabalho, pela identificação de um conjunto de dualidades sociais, culturais e econômicas. Tais dualidades não deixam de ser um desenvolvimento particular, em uma dada realidade social e material, da dualidade fundamental entre dois conjuntos de elementos formadores da natureza humana: (1) o conjunto dos elementos derivados da “**propensão ao trabalho produtivo**” ou “*instinct of workmanship*”²; (2) o conjunto dos elementos derivados da “**emulação pecuniária**”. Abaixo segue uma tabela que expõe algumas dualidades finais – expressões sociais desta dualidade fundamental – em termos de suas dualidades fundamentais formantes:

Tabela 1: Dualidades Essenciais Veblenianas e Suas Manifestações Materiais.

Propensão ao Trabalho Produtivo	Emulação Pecuniária
Indústria	Negócios
Homem Comum	Classe Ociosa
Engenheiros	Banqueiros
Produção	Aquisição
Cooperação	Individualismo
Construção	Investimento, Capital
Propriedade Coletiva	Propriedade Privada

Fonte: Elaboração Própria.

A “propensão ao trabalho produtivo” seria a força geradora dos elementos industriais, ligados à satisfação das necessidades materiais da comunidade. Ao contrário do que é pregado pela visão clássica, que coloca o trabalho como um fardo ao qual o ser humano deve se submeter para buscar sua sobrevivência, para Veblen o homem seria dotado de uma proclividade natural ao trabalho produtivo – uma noção implícita de causalidade e processo eficiente, sob a vigilância da qual o desperdício e a futilidade gerariam desprazer, enquanto a eficiência produtiva do trabalho seria “espiritualmente” recompensadora.

² A nomenclatura utilizada por Veblen (“*instinct*”) à primeira vista sugere ao leitor uma relação de determinação estrita entre a proclividade natural (“*instinct*”) e o comportamento final do indivíduo, este definitivamente não é o caso – a despeito de interpretações errôneas da obra do autor. A relação entre a proclividade natural e o comportamento final é, no caso do ser humano, fortemente mediada pela racionalidade: “Like other animals, man is an agent that acts in response to stimuli afforded by the environment in which he lives. Like other species, he is a creature of habit and propensity. But in a higher degree than other species, man mentally digests the content of the habits under whose guidance he acts, and appreciates the trend of these habits and propensities. He is in an eminent sense an intelligent agent.” (VEBLEN, 1898: 188). Para uma explanação mais profunda sobre o tópico consultar DUGGER (1984).

“In the intervals of sober reflection, when not harassed with the strain of overwork, men’s common sense speaks unequivocally under the guidance of the instinct of workmanship. They like to see others spend their life to some purpose, and they like to reflect that their own life is of some use. All men have this quasi-aesthetic sense of economic or industrial merit, and to this sense of economic merit futility and inefficiency are distasteful. In its positive expression it is an impulse or instinct of workmanship; negatively it expresses itself in a deprecation of waste. This sense of merit and demerit with respect to the material furtherance or hindrance of life approves, the economically effective act and deprecates economic futility.” (VEBLEN, 1898: 4)

Em adição à proclividade ao trabalho produtivo, os seres humanos seriam dotados de uma propensão “emulativa”, uma inclinação natural em direção à imitação e à comparação entre indivíduos (VEBLEN, 1898: 8). Tal emulação teria dentro do esquema *vebleniano* o papel de regular o regime de status social – que determina como a relação entre as diversas classes de indivíduos se estrutura. Durante diferentes períodos da história humana, distintas realidades materiais e culturais condicionaram diversas formas de emulação: (1) antes do desenvolvimento das técnicas produtivas levar ao aparecimento de um excedente significativo temos a “**emulação funcional**”, baseada na comparação entre a contribuição produtiva³ de cada indivíduo para a comunidade; (2) conforme o desenvolvimento das forças produtivas é capaz de criar ferramentas mais eficientes – principalmente armas – e de gerar um significativo excedente produtivo, surge a “**emulação predatória**”⁴, baseada na força bruta, na violência e na exposição de “façanhas heroicas” como fatores de ganho de status social.

“With a further development of the use of tools and of human command over the forces of the environment, the habits of life of the savage group change. (...) weapons are brought to greater perfection, the incentives to aggression and the opportunities for achievement along this line increase. (...) This fighting stage – the beginning of barbarism – may involve aggressive predation ...” (VEBLEN, 1898: 10)

Conforme os hábitos predatórios se tornam centrais na comunidade, a apropriação de objetos e pessoas começa a tomar outra dimensão⁵, o terceiro e último estágio da emulação surge como consequência do surgimento da indústria, da acumulação de riqueza e do concomitante desenvolvimento da instituição da propriedade privada (VEBLEN, 1994: 26). Nesta nova realidade a distinção entre indivíduos, uma necessidade para a construção do regime de status, passa a ser operada tendo como base comparações entre o volume pecuniário (monetá-

³ “Under the guidance of this taste for good work [instinct of workmanship], men are compared with one another and with the accepted ideals of efficiency, and are rated and graded by the common sense of their fellows according to a conventional scheme of merit and demerit. The imputation of efficiency necessarily proceeds on evidence of efficiency.” (VEBLEN, 1898: 8)

⁴ Outros fatores tais como a “emulação sexual” e o crescimento das comunidades em número de indivíduos são relevantes para a explicação da passagem da emulação funcional para a predatória – mais precisamente emulação do estágio bárbaro. Porém, seria impossível abordar com riqueza de detalhes o assunto sem comprometer os objetivos do trabalho. Para uma descrição detalhada e sucinta do tema consultar (VEBLEN, 1898).

⁵ A instituição da propriedade privada, diferentemente de uma mera apropriação de objetos para o uso pessoal, seria também resultado da passagem da emulação pelo seu estágio predatório. “The outcome of emulation under the circumstances of a predatory life, therefore, has been on the one hand a form of marriage resting on coercion, and on the other hand the custom of ownership.” (VEBLEN, 1994: 26)

rio) das propriedades de cada um: “The possession of wealth (..) becomes, in popular apprehension, itself a meritorious act.” (VEBLEN, 1994: 29). Portanto, a última transformação ocorre; o hábito predominante da “emulação predatória”, calcado na violência e na bravura, lentamente dá lugar – sem jamais desaparecer – à sua manifestação mais moderna, a “**emulação pecuniária**” – baseada numa comparação entre os valores monetários dos artigos de propriedade:

“Gradually, as industrial activity further displaces predatory activity in the community’s everyday life and in men’s habits of thought, accumulated property more and more replaces trophies of predatory exploit as the conventional exponent of prepotence and success. With the growth of settled industry, therefore, the possession of wealth gains in relative importance and effectiveness as a customary basis for repute and esteem. Not that esteem ceases to be awarded on the basis of other, more direct evidence of prowess (...) but the opportunities for gaining distinction by means of this direct manifestation of superior force grow less available both in scope and frequency.” (VEBLEN, 1994: 28)

É dentro deste esquema intelectual que são concebidas as observações contidas nas sessões que se seguem. O industrial/produtivo como oposto ao pecuniário, contraste que será recorrentemente utilizado, representa em última instância a oposição entre: (1) a ação produtiva/industrial, possibilitada pela *propensão ao trabalho produtivo*, que objetiva melhoria das condições de manutenção da vida humana; (2) a ação pecuniária/aquisitiva, um resultado da emulação não funcional, que objetiva apropriação de uma vantagem diferencial improdutivo visando ganho de visibilidade e status social. O ato industrial é coletivo, gerador de bem estar e produtivo enquanto o ato pecuniário é individual, improdutivo e diferencial.

I.2.2 Aparecimento da Propriedade Privada

A posição tradicionalmente propagada sobre as origens do direito à propriedade privada, segundo Veblen, é àquela de John Locke (VEBLEN, 1904: 71). Para Locke, o direito à propriedade é uma consequência natural de um ato individual, ou seja, o trabalho – uma ação individual – daria naturalmente origem ao direito de apropriação do objeto produzido⁶. Esta visão é baseada em uma abstração teórica do homem isolado no “estado natural” interagindo com e modificando os objetos que o cercam. Veblen rompe com esta “versão oficial”, se opondo ao que considera uma construção equivocada do homem e de seu “estado natural”.

⁶ “Podemos dizer que o trabalho de seu corpo e a obra produzida por suas mãos são propriedade sua. Sempre que ele tira um objeto do estado em que a natureza o colocou e deixou, mistura nisso o seu trabalho e a isso acrescenta algo que lhe pertence, por isso o tornando sua propriedade.” (LOCKE, 1994: 98)

“... man has never lived an isolated, self-sufficient life as an individual, either actually or potentially.(...) the life-history of the race has been a life-history of human communities. (...) The phenomena of human life can only occur in this form.” (VEBLEN, 1908a: 518)

A partir desta visão, a tarefa de explicar a produção material passa a ser a de identificar os elementos presentes nas comunidades humanas que a possibilitaram – “ativos imateriais da comunidade”⁷ – entendendo sua dinâmica de criação e suas relações com o conjunto dos “bens materiais de produção”⁸.

Veblen argumenta que em sociedades com baixo grau de desenvolvimento do “estado das artes industriais”, como era o caso de sociedades primitivas, a apropriação dos “meios materiais de produção” por um indivíduo não lhe geraria nenhuma vantagem diferencial significativa pois a pouca sofisticação destes “bens de produção” implicaria que eles poderiam ser facilmente produzidos pelo trabalho de apenas um homem. Portanto nos primórdios da vida em comunidade, ao contrário do que é propagado pela visão da propriedade no “estado natural” de Locke, tais meios materiais eram geralmente mantidos sob um regime de propriedade coletiva.

“This material equipment is relatively very slight in the earlier phases of technological development, and the tenure by which it is held is apparently vague and uncertain. (...) At a relatively primitive phase of development, and under ordinary conditions of climate and surroundings, the possession of concrete articles (‘capital goods’) needed to turn the commonplace knowledge of ways and means to account is a matter of slight consequence, – contrary to the view commonly spoken for by the economists of the classical line. (...) Such items of material equipment are then likely to be held and worked collectively, either by the community at a large or by subgroups of a considerable size. (...) as is indicated by the singularly loose and inconsequential notions of ownership prevalent among peoples occupying such a stage of culture” (VEBLEN, 1908a: 523)

1.2.2.1 Apropriação do Coletivo pelos Indivíduos

Conforme o corpo de “ativos imateriais da comunidade” começa a crescer em complexidade e são criados novos processos tecnológicos que engendram a utilização de meios materiais de difícil acesso e produção⁹, sua propriedade começa a colocar o proprietário em uma posição de clara vantagem sobre os demais indivíduos da comunidade. É desta vantagem diferencial que, na opinião de Veblen, surge a propriedade privada:

⁷ Corresponderia ao conjunto de conhecimentos sobre a realidade física dos materiais e processos do mundo que nos cerca que a comunidade domina (VEBLEN, 1908a: 518).

⁸ Corresponde ao conjunto de bens físicos necessários, sob um determinado “estado das artes industriais”, para a produção de serventia para a comunidade (VEBLEN, 1908a: 519)

⁹ Tanto no sentido da sofisticação tecnológica quanto em termos de escala de produção. A ideia central é a de que a produção/acesso a tais meios abrange mais do que o trabalho de um homem, tomado isoladamente, é capaz englobar (VEBLEN, 1908a: 531).

“And so soon, or in so far, as the technological development falls into such shape as to require a relatively large unit of material equipment for the effective pursuit of industry, or such as otherwise to make the possession of the requisite material equipment a matter of consequence (...) then the strong arm intervenes, property rights apparently begin to fall into definite shape, the principles of ownership gather force and consistency, and men begin to accumulate capital goods and take measures to make them secure.” (VEBLEN, 1908a: 524)

Dependendo das condições locais de escassez de materiais ou das particularidades da dinâmica de produção ditada pelo corpo de ativos imateriais da comunidade, esta apropriação de meios materiais de produção tende a se concretizar em uns ou outros setores, que serão pioneiros no uso indiscriminado de direitos de propriedade. Onde o maior peso for o do trabalho manual, e outras condições contribuirão, a propriedade tenderá a tomar a forma de escravidão ou de alguma forma similar de servidão; onde a vida da comunidade depender dos produtos de rebanhos a propriedade tenderá recair sobre estes itens, e assim por diante.

Existiria, ao longo do tempo, um caminho de expansão dos direitos de propriedade¹⁰ mais ou menos observável em diferentes locais e comunidades. Eles tenderiam a versar predominantemente: em um primeiro estágio sobre escravos ou gado; em um segundo estágio sobre a propriedade da terra; e apenas em um terceiro estágio sobre os “bens mecânicos de produção”. É importante perceber que este terceiro estágio da abrangência dos direitos de propriedade – sobre os meios mecânicos de produção – só era observável, ao final do século XIX, em um seleto grupo de países e, se tomado de forma geral, não poderia ser compreendido como nada mais do que um fenômeno localizado e ainda incompleto¹¹:

“It is not until a late period in the life-history of material civilization that the ownership of the industrial equipment, in the narrower sense in which that phrase is commonly employed, comes to be the dominant and typical method of engrossing the immaterial equipment. Indeed, it is a consummation which has been reached only a very few times even partially, and only once with such a degree of finality as to leave the fact undisputable.”(VEBLEN, 1908a: 526)

O propósito de tais mecanismos de propriedade seria o de colocar a sociedade a serviço do respectivo proprietário. A relação de propriedade permite ao proprietário de tais meios decidir em que grau e até que ponto os ativos materiais da comunidade poderão ser colocados em uso. Ou seja, a relação do proprietário de capital – tal como a de qualquer proprietário – para com seu objeto de propriedade é de “caráter permissivo” e não produtivo (VEBLEN, 1904: 44). O proprietário permite que o objeto de sua propriedade seja utilizado produtiva e

¹⁰ Este “caminho de expansão” não seria uma regra absoluta, apenas algo repetidamente observável. Para maiores detalhes consultar (VEBLEN, 1908a: 526).

¹¹ “So late an innovation indeed, is this modern institution of ‘capitalism’” (VEBLEN, 1908a: 526)

eficientemente enquanto isso o interessar. A partir do momento que seu interesse for avesso ao uso eficiente do objeto a ineficiência se torna a regra.

É sob a vigência desta recente situação na história das sociedades humanas, onde a apropriação dos “bens materiais de produção” é de importância central, que surge o regime da moderna empresa de negócio (“business enterprise”). Sob este regime, o poder discricionário dos negócios sobre a indústria é exercido no dia a dia da produção, sendo o volume da produção determinado pelos interesses dos proprietários de capital e não por razões técnicas ou pelas necessidades materiais da comunidade (VEBLEN, 1908b).

Portanto, para o entendimento da dinâmica econômica moderna, se faz necessária a compreensão do funcionamento de uma “business enterprise”. Tais estruturas institucionais atuam sob a regência método do “investimento visando lucro” se baseando na capitalização de ativos materiais e imateriais, através do recurso ao crédito, como forma principal de financiamento. Porém, antes de seguirmos a análise da estrutura da corporação moderna, e as particularidades de seu método de capitalização, devemos compreender o significado dos conceitos de capital e investimento dentro do esquema teórico *vebleniano*.

I.2.3 Crédito, Capital e Investimento em Veblen

I.2.3.1 Economias Monetárias e Economias de Crédito

Para desenvolvermos corretamente a visão do autor sobre capital e investimento precisamos recorrer à sua crítica das ideias clássicas de capital. Veblen argumenta que, devido a modificações derivadas do uso generalizado do crédito¹² e da evolução das técnicas produtivas, a dinâmica dos negócios e suas relações com o sistema industrial tomam novas dimensões nos tempos mais modernos:

“To follow the terminological precedents set by German writers, the late-modern scheme of economic life is a 'credit economy', as contrasted with the 'money economy' that characterizes early-modern times. The nature of business capital and its relations to the industrial process under the later, more fully developed, credit economy is in some degree different from what it was before the full and free use of credit came to occupy its present central position in business traffic; and more particularly is it at variance with the theoretical expositions of the economists of the past generation.”(VEBLEN, 1904: 133)

¹² Não se referindo ao uso corriqueiro e já generalizado em épocas anteriores do crédito para pagamentos adiados na compra de mercadorias e sim no uso do crédito para capitalização de empresas, em instrumentos tais como ações, securities, etc. (VEBLEN, 1904: 92)

Diferentemente do ocorrido nos tempos da “*money economy*”, quando os métodos de produção artesanais, a pequena propriedade e o empreendedorismo eram fatores relevantes para a dinâmica econômica, a tônica do funcionamento capitalista atual é dada pela gerência pecuniária de negócios e pelo método do investimento visando lucro, ou seja, o enfoque sistêmico, que antes era produtivo/industrial, agora se direciona às diferenças entre as magnitudes monetárias envolvidas – aspectos pecuniários/diferenciais. Portanto, teorias e conceitos criados para explicar a realidade econômica vigente na época da “*money economy*” seriam intrinsecamente incapazes¹³ de explicar o funcionamento de uma economia capitalista dos séculos XIX–XX.

“That is to say, the received theoretical formulations regarding business capital and its relations to industry proceed on the circumstances that prevailed in the days of the 'money economy', before credit and the modern corporation methods became of first class consequence in economic affairs. They canvas these matters from the point of view of the material welfare of the community at large, as seen from the stand point of the utilitarian philosophy. (...) Modern business management does not take that point of view, nor does 'capital' carry such a meaning to the modern business man” (VEBLEN, 1904: 134-135)

Desta reavaliação do capitalismo moderno como distinto daquele vigente nos tempos da “*money economy*” surge a necessidade de reformular os conceitos básicos de economia para que estes entrem em conformidade com as necessidades institucionais modernas. Para a corrente análise merecem destaque os conceitos *veblenianos* de capital e investimento, além de uma descrição do processo de capitalização das empresas.

1.2.3.2 Definições de Capital e Investimento

A essência do conceito vebleniano de capital reside em sua existência puramente pecuniária, ou seja, capital representa um fundo de valores monetários avaliado tendo em vista sua capacidade esperada de gerar lucros para seu proprietário. A materialidade do objeto de propriedade não é uma necessidade, portanto um “*ativo intangível*”¹⁴, cuja posse esteja garantida por direitos de propriedade legalmente assegurados, é tanto capital quanto qualquer máquina

¹³ “Capital has been spoken of as the capitalized (aggregated) cost of industrial equipment, etc., – a view which had its significance for economic theory a hundred years ago; but since corporation finance has come to pervade the management of business this view is no longer of particular use for an theoretical handling of the facts.” (VEBLEN, 1904: 136)

¹⁴ Uma propriedade imaterial tal como: Marca, Patente, Monopólio, Reputação; todo e qualquer fator que possibilite um ganho de “goodwill” frente ao mercado, ou seja, todo e qualquer direito cuja posse garanta algum grau de monopólio. VEBLEN (1908b) oferece uma discussão mais aprofundada sobre “ativos intangíveis, enquanto CRUZ (2007: 33-39) e VEBLEN (1904: 138-139) aprofundam a discussão sobre “goodwill”.

ou equipamento industrial. Este “fundo de valores” possui pouca ou nenhuma relação¹⁵ com variações reais na capacidade produtiva, medida em termos de quantidades.

“Invested wealth is capital, a pecuniary magnitude, measured in terms of value and determined in respect of its magnitude by a valuation which proceeds on an appraisal of the gain expected from the ownership of this invested wealth” (VEBLEN, 1904: 104-105)

Assim como o capital, investimento também é uma categoria pecuniária. Investimento é toda e qualquer aplicação de recursos financeiros visando retorno pecuniário: “... (Investment) is a pecuniary transaction, and its aim is pecuniary gain, – gain in terms of value and ownership.” (VEBLEN, 1904: 104-105)

A definição dos conceitos de capital e investimento é central para compreender a dinâmica capitalista *vebleniana*. A existência meramente pecuniária destas categorias representa um afastamento substancial em relação à teoria economia convencional, que considera capital como um “vetor de bens materiais de produção”¹⁶ (VEBLEN, 1908a: p.1). Além disso, somente através da compreensão destas categorias dentro da lógica de Veblen que podemos entender sua visão mais geral sobre o processo de capitalização das empresas e sobre os ciclos dos negócios.

I.2.4 A Moderna Empresa de Negócios e seu Processo de Capitalização

A moderna empresa de negócios é um desenvolvimento particular das economias capitalistas dos séculos XIX-XX. Surge como uma resposta a novas oportunidades de ganhos geradas pelo desenvolvimento das técnicas produtivas e pela extensão do método pecuniário de gerência de negócios aos processos industriais:

“In proportion as the machine industry gained ground, and as the modern concatenation of industrial processes and of markets developed, the conjunctures of business grew more varied and of larger scope at the same time that they became more amenable to shrewd manipulation. The pecuniary side of the enterprise came to require more unremitting attention, as the chances for gain or loss through business relations simply, aside from mere industrial efficiency, grew greater in number and magnitude. The same circumstances also provoked a spirit of business enterprise, and brought on a systematic investment for gain. With a fuller development of the modern close-knit and comprehensive industrial system, the point of chief attention for the business man

¹⁵ “... this fund of money values (taken as an aggregate) bears but a remote and fluctuating relation to the industrial equipment and the other items which may (perhaps properly) be included under the old fashioned concept of industrial capital” (VEBLEN, 1908b: 47-48)

¹⁶ A assertiva se propõe a fornecer uma aproximação relativamente grosseira do conceito de capital no mainstream econômico, uma discussão mais detalhada das diferenças entre as várias variantes dos conceitos de capital foge ao escopo deste trabalho. Mereceria especial detalhe a formulação marxista do “capital fictício”, como apresentada em (MARX, 1909), conceito que provém um universo de comparações e ponderações em relação à formulação vebleniana.

has shifted from the old-fashioned surveillance and regulation of a given industrial process, with which his livelihood was once bound up, to an alert redistribution of investments from less to more gainful ventures, and to a strategic control of the conjunctures of business through shrewd investments and coalitions with other business men.”(VEBLEN, 1904: 24)

Dentro desta nova estrutura o objetivo é o lucro, e o método mais utilizado para atingi-lo é a manipulação de preços. O homem de negócios, envolvido na gerência de tal estrutura, visa criar alterações no sistema de preços que gerem possibilidades de ganho diferencial. O principal meio de geração de ganho deixa de ser a produção eficiente para a satisfação das necessidades da comunidade e passa ser o do “investimento visando lucro”¹⁷:

“The point immediately in question is the part which the business man plays (...) [it is] a matter of indifference to him whether his traffic affects the system advantageously or disastrously. His gains (or losses) are related to the [monetary] magnitude of the disturbances that take place, rather than to their bearing upon the welfare of the community.” (VEBLEN, 1904: 28)

Este novo paradigma de gerência industrial implica não só em uma nova dinâmica na produção, mas em uma nova dinâmica das formas de financiamento da mesma. A moderna empresa de negócios se baseia no financiamento via capitalização de ativos materiais e imateriais, através do acesso recorrente ao crédito. Portanto devemos entender de que forma esta estrutura financia suas atividades se queremos compreender o comportamento do sistema econômico atual.

1.2.4.1 Capitalização Nominal e Efetiva

Assim como destacado em CRUZ (2007), temos que uma empresa possui duas capitalizações distintas: (1) “*de jure*” ou **capitalização nominal**, baseada nos valores contábeis de seus ativos materiais e imateriais; (2) “business capital”, ou **capitalização efetiva**, derivada da avaliação da capacidade de ganho futura (“*earning capacity*”)¹⁸, tal como entendida no mercado de capitais.

A capitalização “*de jure*” é uma formalidade contábil, e possui pouca importância para a presente exposição¹⁹. Portanto, nossa atenção se foca nas peculiaridades do processo de *cap*

¹⁷ Vale ressaltar que o “investimento” deve ser compreendido como uma categoria intrinsecamente pecuniária.

¹⁸ Como destaca VEBLEN (1904: 53-54): “But the earning-capacity which in this way affords ground for the valuation of marketable capital (or for the market capitalization of the securities bought and sold) is not its past or actual earning-capacity, but its presumptive future earning-capacity; so that the fluctuations in the capital market – the varying market capitalization of securities – turn about imagined future events.”

¹⁹ De fato, VEBLEN (1904: 138) aponta que: “The effective capitalization of any modern company, that is to say, the capitalization which is effective for current business purposes as distinct from the formal requirements of the charter, is given by the quotations of the company's securities, or by some similar but less overt market valuation in case the company's capital is not quotable on the market.”

talização efetiva e sua significância para os movimentos de prosperidade e crise nos negócios. Por sua vez, a *capitalização efetiva* – dada pelo valor de mercado da empresa – depende principalmente de fatores ligados à posição da empresa dentro do mercado e das expectativas quanto ao desempenho do mesmo²⁰. Eficiência produtiva, inovação e todo o tipo de melhorias técnicas/materiais possuem uma relação de determinação indireta neste esquema, só afetando a valoração de mercado na proporção em que gerem uma capacidade de ganho extra.

“The value of any given block of capital, therefore, turns on its earning-capacity; or, as the mathematical expression has it, the value of capital is a function of its earning-capacity, not of its prime cost or of its mechanical efficiency. It is only more remotely, and through the mediation of the earning-capacity, that these last-named factors sensibly affect the value of the capital.” (VEBLEN, 1904: 152-153)

Na realidade, como ressaltado em (VEBLEN, 1904: 138), no processo de capitalização da maioria das grandes empresas observa-se que a maior parte do *capital efetivo* provém de fatos geradores imateriais – ativos intangíveis –, ou seja, do “goodwill”²¹ do empreendimento: “In this capitalization of earning-capacity the nucleus of the capitalization is not the cost of the plant, but the concern’s good-will, so called ...” (VEBLEN, 1904: 138).

A *capitalização efetiva* de uma empresa esta sujeita a um interminável processo de reavaliação **baseado nas expectativas**, criadas nas bolsas de valores, quanto ao desempenho futuro dos mercados com os quais ela tem contato (VEBLEN, 1904: 154). Como será exposto mais adiante, é da diferença entre uma capitalização inicial, baseada em expectativas dos agentes quanto à capacidade de ganho que foram formadas em um ambiente de prosperidade econômica; e uma capitalização final, baseada na realidade de uma economia estagnada que surgem as crises.

I.2.5 Tendência ao Endividamento e Instabilidade Financeira

I.2.5.1 O Turnover e a Tendência ao Endividamento

O turnover “*T*”, assim como definido em VEBLEN (1904: 95), representa uma relação entre a massa de valores empregados no investimento “*K*” e a velocidade de giro do capital

²⁰ “It is fixed for the time being only, by an ever recurring valuation of the company’s properties, tangible and intangible, on the basis of their earning-capacity.” (VEBLEN, 1904: 138)

²¹ “O lucro projetado (...) das corporações, por sua vez, é função, basicamente, das assimetrias empresariais obtidas ou comandadas, isto é, em essência, o goodwill lato sensu da empresa (...). Em outras palavras, (...) é função do ‘grau de monopólio’ que a corporação possui e/ou exerce sobre o mercado, representado por propriedades e/ou posses de vantagens competitivas ou posições privilegiadas; sendo que os ‘direitos exclusivos’ (totais ou parciais) ao mercado (a propriedade industrial e/ou comercial) são poderosas vantagens competitivas (e.g., concessões públicas, marcas, patentes, copyrights, etc.)” (CRUZ, 2007: 35)

“ $1/t$ ” – o inverso do tempo necessário para se recuperar o montante investido. Portanto, podemos defini-lo através da seguinte relação matemática:

$$T = \left(\frac{1}{t}\right)K$$

Conforme o recurso ao crédito se torna recorrente, abre-se a possibilidade de expansão do montante investido. Visando a obtenção de uma extensão creditícia, apresenta-se uma proporção “ K/n ” do capital inicial como colateral. Nesta situação, à equação anterior podemos adicionar este novo termo, representando fundos obtidos via empréstimo garantido pela parcela do capital “ K/n ” apresentado como colateral:

$$T = \frac{1}{t} \left(K + \frac{K}{n} \right)$$

Pela mera observação da formula acima pode-se perceber que o *turnover* “ T ” se relaciona positivamente: com o volume inicial de capital “ K ”, com a expansão creditícia “ K/n ” e com a velocidade do giro de capital “ $1/t$ ” – *taxa de turnover*. Portanto, para uma empresa operando em um dado mercado, a *taxa de turnover*²² e o *volume de seus negócios*²³ são os principais determinantes de sua capacidade de ganho; eles representam respectivamente, o quão rápido a empresa consegue recuperar um dado investimento e o volume deste investimento. Seguindo a lógica resultante das definições acima, Veblen define como principal objetivo operacional da empresa a expansão do *turnover* “ T ”, sendo os métodos utilizados para alcançar este objetivo: (1) o aumento da *taxa de turnover* – aumento da velocidade de giro do capital; (2) aumento no volume de capital investido – *volume of business*.

Para encurtar o tempo de giro – aumentar a *taxa de turnover* –, geralmente se busca algum aperfeiçoamento nas técnicas produtivas que reduza custos ou recorre-se ao uso de propaganda como forma de aumentar a demanda – “*competitive pushing of sales*”. Já para o aumento do volume de negócios, se recorre ao crédito como forma de expandir a atividade produtiva (VEBLEN, 1904: 94). Seria, *ceteris paribus*, sempre vantajoso para o empresário recorrer à expansão creditícia visando aumento do *turnover*:

²² “If the turnover consumes less than the time ordinarily allowed in the line of industry in which he is engaged, he gains more than the current rate of profits in that line of business, other things equal; whereas he loses if the turnover takes more than the normal time. This fact is forcibly expressed in the maxim: ‘Small profits and quick returns’” (VEBLEN, 1904: 93)

²³ “... ‘the volume of business’, is of no less consequence than its rapidity. It is, of course, a trite commonplace that the earnings of any industrial business are a joint function of the rate of turnover and the volume of business.” (VEBLEN, 1904: 94)

“He under a Constant incentive to increase his liabilities and to discount his bills receivable. Indebtedness in this way comes to serve much the same purpose, as regards the rate of earnings, as does a time-saving improvement in the processes of industry.” (VEBLEN, 1904: 95)

Porém, o mecanismo de endividamento visando aumentar o volume dos negócios é limitado pela cobrança dos juros sobre o capital emprestado. Quando o pagamento de juros de um empréstimo excede os lucros a serem obtidos pela aplicação destes recursos, tal extensão se torna desvantajosa. Ou seja, existiria um ponto ótimo de endividamento para um dado segmento de mercado, ponto este que equipararia o lucro adicional decorrente da expansão do volume de negócios aos fluxos de pagamento decorrentes das obrigações financeiras contraídas que possibilitaram este mesmo aumento (VEBLEN, 1904: 96).

“To turn the proposition about, so as to show the run of business motives in the case: whenever the capable business manager sees an appreciable difference between the cost of a given credit extension and the gross increase of gains to be got by its use, he will seek to extend his credit.” (VEBLEN, 1904: 96)

No entanto, no regime do capitalismo competitivo aquilo que é uma vantagem para um, acaba tornando-se prática generalizada. Qualquer agente que recorra ao crédito estará em posição de marcada vantagem sobre seus concorrentes (VEBLEN, 1904: 96). Portanto, o resultado esperado é o de que o uso recorrente ao crédito como forma de expansão do *turnover* se torne prática corriqueira:

“But under the régime of competitive business whatever is generally advantageous becomes a necessity for all competitors. Those who take advantage of the opportunities afforded by credit are in a position to undersell any others who are similarly placed in all but this respect. Speaking broadly, recourse to credit becomes the general practice, the regular course of competitive business management, and competition goes on on the basis of such a use of credit as an auxiliary to the capital in hand. So that the competitive earning capacity of business enterprises comes currently to rest on the basis, not of the initial capital alone, but of capital plus such borrowed funds as this capital will support.” (VEBLEN, 1904: 97)

Esta tendência à expansão do endividamento como forma de inchar o volume de negócios será um dos determinantes das observações explicitadas na próxima sessão, ou seja, tal tendência terminará por levar a empresa a colocar praticamente a totalidade de seu capital como garantia de extensões creditícias subsequentes, levando a uma crescente indeterminação entre os conceitos de capital e de crédito.

1.2.5.2 Capital e Endividamento, Duas Faces da Mesma Moeda

No esquema “atual” de capitalização das empresas, levado as últimas consequências sob a vigência do modelo atual de “business enterprise”, a distinção entre os conceitos de crédito

e propriedade é especialmente dúbia. Esta ambiguidade surge como resultado da combinação entre a tendência ao endividamento crescente visando extensão do volume de negócios e o uso recorrente de instrumentos de crédito tais como debêntures e ações preferenciais para o financiamento das empresas.

“Wherever it [debenture credit] prevails in an unmitigated form, as with some railway companies, and latterly in many other industrial enterprises, it throws the capitalization of the business concerns affected by it into a peculiar, characteristically modern, position in relation to credit. When carried out thoroughly it places virtually the entire capital, comprising the whole of the material equipment, on a credit basis.” (VEBLEN, 1904: 115)

O caso específico do financiamento via ações preferenciais é ainda mais dramático, pois as mesmas representam um instrumento de dívida (crédito), e cujas regras de pagamento de dividendos e direitos de voto a colocam em uma posição similar àquela ocupada por um instrumento de propriedade²⁴.

“It appears, then, that in the affairs of latter-day business, as shown by modern corporation finance, capital and credit extension are not always distinguishable in fact, nor does there appear to be a decisive business reason why they should be distinguished.” (VEBLEN, 1904: 131)

Esta dualidade entre capital e crédito e conseqüentemente entre capitalização e endividamento será importante para entendermos a dinâmica do ciclo vebleniano, e principalmente para entendermos como, dentro do relato vebleniano, capitalização e endividamento caminham conjuntamente.

I.3 O Ciclo Econômico

A visão vebleniana coloca a ocorrência de crises como uma exclusividade dos negócios, ou seja, almeja explicar a prosperidade e a crise como fatores pecuniários, desconectados por princípio da realidade material da produção. As crises normais²⁵ seriam aquelas endógenas ao sistema, um resultado da extensão do domínio da gerência pecuniária de negócios sobre a indústria.

Em épocas anteriores, quando o setor industrial se organizava sob outras formas institucionais, a gerência de negócios era encontrada principalmente nas atividades comerciais (VEBLEN, 1904: 180). E era exatamente no comércio que se observava a ocorrência de crises

²⁴ “It [preferred stock] is, de jure, counted as a constituent of the concern's capital and the principal is not repayable; in this (legal) respect it is not an evidence of debt or a credit instrument.” (VEBLEN, 1904: 144)

²⁵ Crises que são consequência da dinâmica pecuniária, e não surgem a partir de “calamidades” ou “atos divinos” (VEBLEN, 1904: 182)

endógenas. Foi apenas quando estas mesmas técnicas se estendem à gerência da indústria, resultado de fatores anteriormente discutidos, que as crises passam a fazer parte de sua dinâmica “natural”.

I.3.1 A Economia Interligada (“Interstitial Relations”)

Antes de seguirmos para a exposição dos ciclos econômicos propriamente ditos devemos explorar o conceito vebleniano de “interstitial relations”, importante para a compreensão de como: (1) os fenômenos localizados de preços podem gerar movimentos de prosperidade; (2) uma crise sistêmica pode surgir como consequência da simples observação pelos agentes econômicos de que algumas empresas se encontram insolventes.

O sistema industrial é composto de um continuum de relações de interdependência (“*interstitial adjustments*”); nele, um processo depende de processos anteriores e determina outros posteriores. Portanto, ao pensa-lo, devemos desenvolver uma visão holística, capaz de concebê-lo como uma entidade única, composta por uma infinidade de sub-processos:

“No one of the mechanical processes carried on by the use of a given outfit of appliances is independent of other processes going on elsewhere. Each draws upon and presupposes the proper working of many other processes of a similarly mechanical character. None of the processes in the mechanical industries is self-sufficing. Each follows some and precedes other processes in an endless sequence, into which each fits and to the requirements of which each must adapt its own working. The whole concert of industrial operations is to be taken as a machine process, made up of interlocking detail processes, rather than as a multiplicity of mechanical appliances each doing its particular work in severalty.” (VEBLEN, 1904: 7)

Esta característica holística da indústria, ligada à necessidade de precisão mecânica e de um constante ajuste técnico entre os vários subprocessos do sistema industrial gera a necessidade de um constante monitoramento das relações entre as diversas subindústrias que compõe o sistema (VEBLEN, 1904: 16). Qualquer distúrbio em um ponto causa uma sequência de alterações possivelmente danosa: “A disturbance at any point (...) immediately affects the neighboring or related branches which come before or after it in the sequence, and is transmitted through their derangement to the remoter portions of the system.” (VEBLEN, 1904: 17). Este atributo potencialmente instabilizador, demanda a elaboração de um sistema de monitoramento e ajuste eficiente das “*interstitial relations*”²⁶, visto que qualquer problema na relação entre dois subprocessos pode gerar desperdícios em inúmeros outros pontos. Esta tarefa logística, extremamente relevante para o bem estar da comunidade, é atualmente desempenhada

²⁶ Isto se torna tão mais verdade quanto mais complexo e desenvolvido for o sistema industrial em questão (VEBLEN, 1904: 18).

pelo sistema de preços, através de transações comerciais, medida em termos pecuniários e executada objetivando-se o lucro.

“The method of these relations of one concern to another, or of one branch of industry to another, is that of bargaining, contracts of purchase and sale. It is a pecuniary relation, in the last resort a price relation, and the balance of this system of interstitial relations is a price balance.” (VEBLEN, 1904: 188)

A visão holística do sistema industrial, e o entendimento de que as relações entre seus subprocessos integrantes são operadas por transações comerciais expressas pelo sistema de preços é a chave para a compreensão da etapa de prosperidade/inflação que será tratada na sessão que se segue.

I.3.2 Preços e Vantagens Diferenciais, o Início da Prosperidade.

Dentro da perspectiva *vebleniana* uma época de prosperidade nos negócios é uma época de aumento nos preços²⁷. Inflação e crescimento econômico – auferido em termos pecuniários – são fenômenos interligados por definição. A prosperidade depende da apreensão de uma lucratividade acima da média em determinados setores, ou seja, de um excesso de receitas frente aos custos em uma parcela do sistema econômico (VEBLEN, 1904: 199), ou alternativamente, da existência de um sistema de preços relativos onde determinados preços estão temporariamente inflacionados em relação a outros. Este sistema inflacionado garante uma “renda diferencial” aos setores que possuem custos reduzidos e/ou preços de venda elevados.

Este diferencial do sistema de preços é geralmente resultado de alguma “perturbação inicial”²⁸ que inflaciona os preços em algum setor ou rebaixa preços em outros setores. Como o sistema industrial possui “rigidez em alguns preços”²⁹, a onda inflacionária demora para atingir as porções mais afastadas do subprocesso agraciado pela perturbação inicial. Enquanto a onda inflacionária *não* atingir uma porção significativa do sistema industrial, o diferencial de preços será mantido, e conseqüentemente serão mantidos os lucros extraordinários e a prosperidade. Contudo, quando o aumento de preços atingir uma porção significativa do sis-

²⁷ “An era of prosperity is an era of rising prices. When prices cease to rise prosperity is on the wane, although it may not promptly terminate at that juncture.” (VEBLEN, 1904: 199). Para aprofundar a discussão *vebleniana* sobre a relação entre preços e prosperidade nos negócios consultar (VEBLEN, 1905).

²⁸ “As has been pointed out above, questions of business are fundamentally questions of price. A decline of prices which widely touches business interests brings depression. Conversely, an appreciable advance in prices, from whatever cause, means improvement in business. Such an advance in prices may come of a speculative movement; which in turn may arise from a variety of circumstances ...” (VEBLEN, 1904: 234-235)

²⁹ Esta “rigidez” seria um resultado: (1) da existência de setores industrialmente afastados dos agraciados pela mudança de preços inicial; (2) da existência de setores nos quais os preços geralmente não sobem, dentre os quais se destaca o mercado de trabalho: “The chief and most secure differential advantage in the case is that due to the relatively slow advance in the cost of labor during an era of prosperity” (VEBLEN, 1904: 199)

tema industrial, restaurando a relação de preços relativos anterior, a rentabilidade retornará ao patamar anterior e a onda de prosperidade estará se aproximando de seu fim.

“In part by actual increase of demand and in part through a lively anticipation of an advanced demand, aggressive business enterprise extends its ventures and pushes up prices in remoter lines of industry. (...) any differential advantage that accrues at the outset to the particular line of industry upon which the initial disturbance falls is presently lost or greatly lessened.” (VEBLEN, 1904: 195)

O processo descrito acima, de alastramento sistêmico de um movimento inicial de aumento de preços, não seria o suficiente para deflagrar uma crise de liquidação. Conforme os preços relativos retornassem ao seu patamar anterior – aquele observado antes do distúrbio favorável ocorrer – as rentabilidades cairiam, e o nível de atividade se ajustaria a um novo patamar condizente com o nível de preços vigente.

O problema desta visão simplista é que ela desconsidera completamente o papel do crédito no processo, e conseqüentemente o papel da capitalização. Ou seja, tal visão só se aplicaria em uma *money economy*, onde o recurso ao crédito e os métodos *pecuniários* de gerência dos negócios não fossem generalizados. O movimento dos ciclos de negócios como explicado por Veblen concede ao crédito/capitalização papel central como fator explicativo.

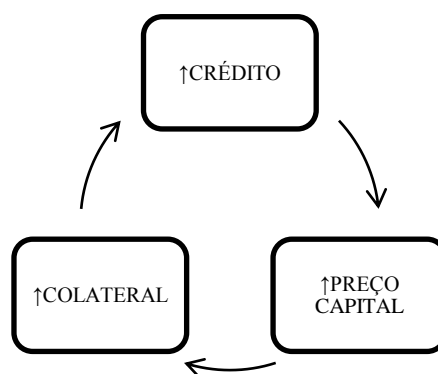
I.3.3 Prosperidade Crescente, “Interstitial Relations”, Capitalização Real Vs. Nominal e Instabilidade.

Após a apresentação dos elementos contidos nas sessões anteriores podemos começar a delinear o mecanismo do ciclo, como exposto em (VEBLEN, 1904: Capítulo VII). Para evitar confusão, o tópico será abordado em duas etapas: na primeira se explicará o fenômeno do ciclo através do contraste entre o volume de obrigações financeiras e a capacidade de ganho da empresa (“*earning capacity*”); (2) na segunda será enfatizado o diferencial de valores entre a capitalização efetiva – ou volume monetário de suas obrigações em circulação – e o volume de capitalização possibilitado pela avaliação de mercado quanto à capacidade de ganho da empresa. Vale destacar que, dada a equivalência entre os conceitos de capital e crédito, ambas os relatos são formas compatíveis de abordar o mesmo problema.

Abordando a questão pelo lado do crédito temos que o ciclo de prosperidade e crise ocorre de acordo com os seguintes passos: (1) um distúrbio inicial – ou uma apreensão de possibilidade de distúrbio – no sistema de preços aumenta a expectativa de rentabilidade de uma empresa ou de um grupo de empresas; (2) como as expectativas de ganhos são promissoras,

novas expansões creditícias são efetuadas visando a maximização do volume de negócios através de um aumento na produção via investimento; (3) estas expansões creditícias aumentam o volume de capital³⁰; (4) o aumento do capital novamente expande as possibilidades de extensão creditícia ao aumentar o valor do colateral das empresas envolvidas, colateral este que pode ser apresentado a qualquer momento como garantia para uma nova extensão de crédito. Assim o ciclo se perpetua, em um processo retroalimentado³¹.

Figura 1: Ciclo Retroalimentado de Expansão do Crédito e Inflação do Capital



Fonte: Elaboração Própria.

Enquanto as expectativas quanto a rentabilidade futura da empresa continuarem otimistas, o ciclo retroalimentado de valorização e endividamento pode seguir (Figura 1). Porém, conforme o distúrbio inicial de preços se espalha, restaurando o estado inicial do sistema de preços relativos, as rentabilidades diferenciais vão sendo erodidas, e, assim, a prosperidade se aproxima do fim. Após o retorno do sistema de preços relativo ao estágio pré-prosperidade, as empresas se encontram em uma situação especialmente complicada: elas carregam um corpo de obrigações que foi adquirido sob condições de prosperidade, e cujos pagamentos de juros condiziam com as condições de rentabilidade esperada vigentes durante a época de crescimento dos preços.

³⁰ Como resultado dos investimentos realizados aumentarem o cabedal de ativos da empresa em volume, mas principalmente como resultado do processo de inflação dos valores de equipamentos e insumos produtivos que se segue ao aquecimento da demanda por tais produtos. (VEBLEN, 1904: 197). A questão desta relação de determinação entre crédito, preços e capitalização é melhor pormenorizada em VEBLEN (1905: 461), onde se afirma: "That a pronounced advance in prices results in an increased extension of credit seems plain from what happens during a period of prosperity, or speculative advance. The circumstantial evidence runs to that effect, at the same time that such a result is to be expected from the nature of the case. Notoriously, a period of advancing prosperity is a period of relatively high prices, at least in some of the important branches of industry, and usually it is also a period of advancing prices. Extensions of credit, of course, run in terms of money, and are based on the money value (price) of the property submitted as collateral. If this market value of the collateral advances, then the amount of the credit which it will support will likewise increase. The market value of the collateral may increase immediately, as an incident of the advance of general prices; or it may increase through the increased earning capacity of the business property submitted as collateral ..."

³¹ Para maiores detalhes consultar VEBLEN (1904: Capítulo V).

“At some point in the system of investment and business extension will be found some branches of industry which have gradually lost what differential advantage they started out with when they entered on the era of prosperity; and if these are involved in large contracts and undertakings which are carried over into the phase of the movement at which this particular branch of industry has ceased to have a differential advantage in the price of its output over the cost of its supplies of material or labor, then (...) A business concern so placed necessarily becomes a debtor, and its liabilities necessarily become, in some degree, bad debts. It is forced by circumstances to deliver its output at prices which preclude its obtaining such a margin as its extension of business presupposed.” (VEBLEN, 1904: 201)

Sob a nova situação de expectativas medíocres de rentabilidade, o corpo de obrigações financeiras adquirido anteriormente implica um volume de juros impagável. Ou seja, a empresa se encontra em uma situação de insolvência (“*bad debts*”).

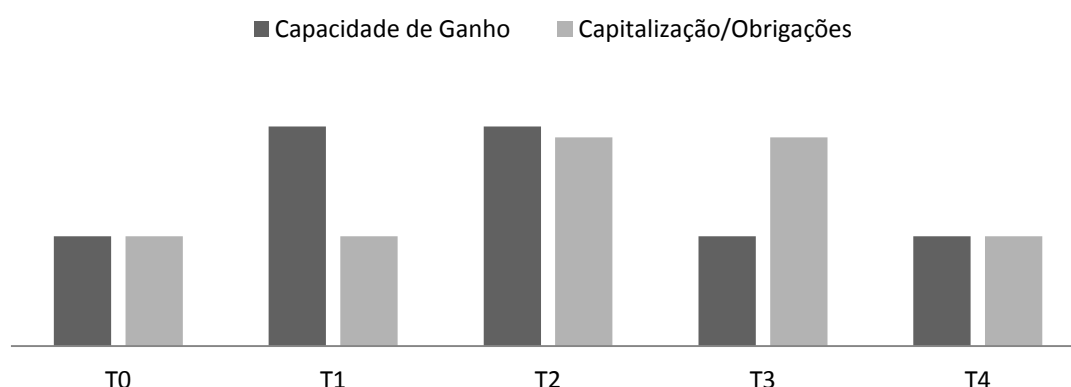
“But when such a situation has come, all that is required to bring on the general catastrophe is that some considerable creditor find out that the present earning-capacity of his debtor will probably not warrant the capitalization on which his collateral is appraised. In self-defense he must decline the extension of a loan, and forced liquidation must follow.” (VEBLEN, 1904: 204)

Encarando a mesma situação pelo lado da capitalização, VEBLEN (1904: 201) sugere que:

“At some point in the system of investment and business extension will be found some branches of industry which have gradually lost what differential advantage they started out with when they entered on the era of prosperity; and if these are involved in large contracts and undertakings which are carried over into the phase of the movement at which this particular branch of industry has ceased to have a differential advantage in the price of its output over the cost of its supplies of material or labor, then *what may have been a conservative capitalization of their holdings at an early phase, while their earning-capacity rested on a large differential advantage, will become an excessive capitalization after their earning-capacity has declined through loss of their differential advantage.*” (VEBLEN, 1904: 204)

Esta sequência de acontecimentos é exemplificada pela (Figura 2), e obedece à seguinte sequência: (T_0) antes do distúrbio inicial modificar as expectativas de rendimento, a empresa encontra-se em uma situação equilibrada, na qual sua *capitalização efetiva* condiz com sua capacidade esperada de ganho; (T_1) conforme preços sobem e a rentabilidade esperada da empresa aumenta, sua capitalização efetiva se mostra pequena em relação à sua capacidade de ganho, ou seja, a empresa se encontra subcapitalizada; (T_2) novos lançamentos de papéis são efetuados, até que a *capitalização efetiva* esteja de acordo com a rentabilidade esperada, possibilitada pela onda de prosperidade e aumento de preços; (T_3) conforme os preços relativos retornam ao patamar de t_0 , a capacidade de ganho se reduz, fazendo com que a capitalização anterior (vigente em t_2 e t_3) seja excessiva, ou seja, agora a empresa se encontra sobrecapitalizada.

Figura 2: "Método das Crises e Épocas de Prosperidade"



Fonte: Elaboração Própria.

O problema da situação final na qual a empresa se encontra após o fim processo acima descrito reside no fato de que, uma empresa sobrecapitalizada, ou equivalentemente, cujo valor de suas obrigações em circulação excede sua capacidade de ganho, não pode se “descapitalizar” sem que isto incorra em sua liquidação. Não existem mecanismos institucionais que permitam processos “não traumáticos” de redução de valores nominais de propriedade.

“In the current habits and conventions of the business community (...) A reduction of earnings or of capitalization, as rated in terms of the value unit, is felt as an impoverishment. The reduction of capitalization in these terms is, therefore, a hardship, which is only reluctantly and tardily submitted ...” (VEBLEN, 1904: 225-226)

Os efeitos sistêmicos deste processo de redução dos valores capitalizados³² são gravíssimos. Como o sistema industrial e financeiro é extremamente interconectado – um corpo holístico no qual todos os subprocessos estão interligados e cujas delicadas relações são operadas através do sistema de preços – qualquer distúrbio localizado é capaz de se espalhar rapidamente gerando uma crise sistêmica de deflação nos valores capitalizados.

“If the claims against it are pressed, it has no recourse but liquidation through forced sales or bankruptcy. Either expedient, if the case is one of considerable magnitude, is disastrous to the balanced sequence of credit relations in which the business community is involved.” (VEBLEN, 1904: 203)

A discussão sobre os vários determinantes da forma que este processo de deflação de ativos irá tomar e de suas consequências é demasiadamente complexa para ser incluída em um

³² VEBLEN (1904: 196-197) discute a ocorrência de defasagens entre o retorno do sistema de preços ao patamar anterior, vigente em t_1 - incompatível com a capitalização das empresas em t_2 e t_3 – e o estouro da crise de fato. Esta defasagem seria resultado da: (1) permanência de uma série de contratos para performance futura que serviriam como fator indutor da demanda; (2) possível permanência de uma atitude especulativa “irresponsável”, fruto do condicionamento a um ambiente de prosperidade econômica e baixos riscos.

trabalho deste porte. Porém, algumas pequenas exposições dos argumentos de Veblen podem ser feitas, mesmo que não devidamente destrinchadas.

Para o autor, a força do impacto desta crise nos negócios sobre o desempenho da indústria, e conseqüentemente sobre o bem estar da comunidade irá depender de uma série de outros fatores, dentre os quais se destacam: (1) possíveis ações governamentais – expansão creditícia – no sentido de expandir a demanda em alguns setores, restaurando os preços à níveis que garantam o retorno da rentabilidade esperada; (2) das relações institucionais entre credores e devedores, que terminarão por determinar até que ponto os colaterais serão demandados como garantia ou até que ponto novas negociações de caráter conciliatório serão realizadas.

“The abruptness of the recapitalization and of the redistribution of ownership involved in a period of liquidation may be greatly mitigated, and the incidence of the shrinkage of values may be more equably distributed, by a judicious leniency on the part of the creditors or by a well-advised and discreetly weighted extension of credit by the government to certain sections of the business community. (...) But where the situation answers the specifications recited above, in respect of a large and widely prevalent discrepancy between earning-capacity and capitalization, a drastic readjustment of values is apparently unavoidable.” (VEBLEN, 1904: 205)

I.4 Considerações Finais

O presente capítulo objetivou esboçar uma linha condutora dentro da obra de Veblen. Esta linha segue desde seus fundamentos teóricos iniciais – marcadamente distintos daqueles observados em qualquer escola econômica anterior – até sua formulação do “*método das crises e das eras de prosperidade*”. Para inserção do exposto dentro do conjunto desta monografia, e principalmente para que possamos comparar a obra de Veblen à de Minsky, devemos redestacar determinados aspectos teóricos e conclusões específicas já apresentadas.

Deve-se reobservar que a leitura apresentada explica a dinâmica da economia moderna como resultado de variáveis fundamentalmente pecuniárias – agora já se podendo apreciar o conceito em um sentido mais profundo. A economia atual é entendida como uma *credit economy*, ou seja, uma economia cuja dinâmica é regida pelas relações de crédito e pelo método do *investimento visando lucro*. A dinâmica dos negócios determina a performance da indústria, neste sentido observa-se que as relações de negócios, pertencentes a esta esfera pecuniária, que determinam a ocorrência de épocas de prosperidade ou de depressão, a crise se espalha dos negócios para a indústria e não na direção contrária.

“The account here offered of the 'method' of crises and eras of prosperity does not differ greatly from accounts usually met with, except in explaining these phenomena as primarily phenomena of business rather than of industry. The disturbances of the me-

chanical processes of industry, which are a conspicuous feature of any period of crisis, follow from the disturbance set up in the pecuniary traffic instead of leading up to the latter. While industry and business stand in a relation of mutual cause and effect, in this as in other cases, the initiative in such a movement belongs with the business traffic rather than with the industrial processes.” (VEBLEN, 1904: 209-210)

É importante também recordar que o autor observa a necessidade de reformular os conceitos de capital e investimento. Sua redefinição deixa de explica-los em um sentido material – formulação que estaria de acordo com a realidade da *money economy*, vigente nos tempos de Adam Smith (VEBLEN, 1904: 134) –, dando a ambos os conceitos uma existência meramente pecuniária/diferencial. Ou seja: (1) capital é um fundo de valores monetários cuja magnitude é medida tendo-se como base sua capacidade esperada de gerar ganhos pecuniários para seu proprietário; (2) investimento é toda e qualquer aplicação pecuniária visando retorno financeiro. Esta redefinição de conceitos nos leva à necessidade proceder com cautela ao tentar traçar paralelos entre a teoria de Veblen e as concepções de qualquer economista pertencente à outra tradição de análise econômica.

É também de suma importância a constatação de que, como consequência das transformações no processo de capitalização das modernas empresas de negócio, temos uma crescente indeterminação entre os conceitos de crédito e capital. Na análise das crises feita por Veblen nota-se a recorrente troca entre a argumentação focada no volume de crédito e na capitalização da empresa como formas de explicar o mesmo fenômeno. Esta dupla observação é também crucial para que sejamos consistentes na comparação com Minsky.

Por fim devemos destacar que, para Veblen as crises surgem como resultado da inadequação dos fluxos de renda, ou das expectativas quanto a estes fluxos, ao volume de obrigações financeiras contraídas. Alternativamente, quando o *capital efetivo* excede a capitalização efetuada pela firma a mesma contrai mais dívidas, aumentando seu capital. Porém, quando o *capital efetivo* declina a níveis inferiores à capitalização efetuada pela firma a mesma encontra-se insolvente e um processo de recapitalização para baixo – crise de deflação de ativos – é eminente. A velocidade, forma e as consequências desta recapitalização são incertas, e dependem de uma série de outros elementos, tais como: a ação do governo como indutor do crédito e da demanda; a forma dos arranjos institucionais entre credores e devedores e como eles determinam a ferocidade do processo de liquidação dos colaterais; a permanência ou não de contratos longos de performance futura; e a existência ou não de um ambiente de especulação desenfreada e irresponsável.

CAPÍTULO II - AS CRISES ECONÔMICAS NA OBRA DE MINSKY

II.1 Introdução

A crise financeira de 2008 direcionou os interesses dos economistas à obra de Hyman P. Minsky, economista americano, cujos principais escritos foram publicados nas décadas de 1970 e 1980³³. Pode-se afirmar que Minsky é um dos principais “herdeiros” da obra de John M. Keynes, que é o ponto de partida de sua análise e também a estrutura sobre a qual constrói seu edifício teórico. Mais do que meramente reproduzir as bases teóricas keynesianas, Minsky as estende, dando marcada ênfase ao lado das obrigações dos agentes econômicos – Keynes, em seu Capítulo 17 da Teoria Geral havia se limitado a discutir o lado dos ativos – e os sistemas financeiros e sua dinâmica. Portanto, a obra de Minsky, entendida como uma extensão da obra de Keynes, também se coloca como uma alternativa à economia clássica, e se propõe a entender as crises econômicas a partir de uma “estabilidade desestabilizadora”, o que será explorado nas próximas linhas.

II.2 Fundamentação Teórica Inicial

II.2.1 Paradigmas da Feira da Aldeia e Wall Street e a Visão da Moeda

O ponto de partida da obra de Minsky se configura a partir de uma crítica à visão econômica clássica³⁴, que é construída a partir da comparação da economia de Keynes com aquela que a antecede. Cada uma dessas “economias”, por assim dizer, é estruturada sobre um paradigma ilustrativo; enquanto a teoria clássica teria por base o “*Paradigma da Feira de Aldeia*”, o corpo analítico de Minsky seria construído através do “*Paradigma de Wall Street*”, compartilhando as bases teóricas de Keynes.

Sob o *paradigma da feira de aldeia* – visão clássica – a economia moderna, a despeito de sua complexidade institucional, seria construída a partir de um modelo básico de economia de escambo, onde a instabilidade e as crises não são endógenas e o sistema econômico tenderia naturalmente a um estado de equilíbrio e prosperidade:

³³ Ver, por exemplo, KREGEL (2008) e WRAY (2011)

³⁴ Ou, mais precisamente, à síntese neoclássica (MINSKY, 1977: 21).

“The construction of standard economic theory – the neoclassical synthesis – starts by examining bartering such as might take place at a village fair and proceeds by tacking production, capital assets, money, and financial assets onto the basic model. The village fair paradigm shows that a decentralized market mechanism can lead to a coherent result, but *it cannot explain the periodic rupturing of coherence as an endogenous phenomenon.*” (MINSKY, 1977: 21)

MINSKY (1977: 21) sugere que a possibilidade endógena de “ruptura da coerência” toma lugar na obra de Keynes, a partir dos aspectos financeiros – e, portanto, monetários – relacionados ao investimento. Vale notar que, no contexto da *feira da aldeia*, a moeda é efetivamente introduzida, mas atende basicamente às funções de meio de troca e de denominador comum destas trocas. Ou seja, a moeda seria um mero veículo facilitador das trocas de mercadorias, incapaz, por definição, de modificar a dinâmica da economia real – em outras palavras, a moeda é neutra. Contudo, para explicar a possibilidade endógena de ruptura, MINSKY (1977: 21) tomou como necessário o abandono desta noção de neutralidade: “In order to explain how this takes place it is necessary to abandon the village fair paradigm and the definition of money as merely an expediter of transactions.”

Estrutura-se, assim, de forma alternativa, o *paradigma de Wall Street*, que contempla uma visão mais moderna sobre o papel da moeda e dos instrumentos financeiros, imbuída desde o princípio da formulação. A economia seria vista como fundamentalmente financeira, tendo a moeda um papel determinante na dinâmica da economia real:

“the economy is viewed from the board room of a Wall Street investment bank. Theorizing starts by assuming a monetary economy with sophisticated financial institutions. In such an economy money is not just a generalized ration point which makes the double coincidence of wants unnecessary for trading to take place; money is a special type of bond which emerges as positions in capital assets are financed.” (MINSKY, 1977: 21)

Neste paradigma, a moeda surgiria como consequência do processo de financiamento das posições em ativos adquiridas pelos agentes, servindo como um intermédio entre o real proprietário (credor) e o beneficiário (a firma). Ou melhor dizendo, ela seria um “véu financeiro entre os ativos reais e seus verdadeiros proprietários” (MINSKY, 1977: 22), sendo os reais proprietários dos bens de capital “alienados” de sua propriedade – possuem direitos apenas sobre fluxos monetários.

A visão baseada no *paradigma de Wall Street* entende a moeda como um ativo complexo, que surge como uma consequência das relações financeiras desenvolvidas no curso da atividade econômica. Consequentemente, o sistema econômico que surge desta construção é determinado pela disponibilidade dos ativos financeiros – em especial, do crédito - e pelos

seus preços. Estes fatos são importantíssimos para se compreender o ciclo de Minsky, que aborda as unidades econômicas sob uma perspectiva inteiramente financeira, usando tal perspectiva para explicar a ocorrência das crises.

II.2.2 Incerteza, Contratos e Investimentos

Esta economia inerentemente financeira – ou monetária – seria especialmente vulnerável ao estado das expectativas dos atores econômicos, relacionado diretamente com o grau de incerteza que permeia as decisões dos agentes (MINSKY, 2008a: 62). Diferentemente do risco, a incerteza escapa das tentativas dos agentes de quantificar o futuro e criar construções mentais capazes de se prepara-los para o que virá. Ela surge como um resultado do conhecimento imperfeito sobre as condições de operação do mundo e a ausência de qualquer mecanismo, ainda que racional, capaz de compreender os processos envolvidos. Portanto, agentes recorrem a análises parciais sobre os tais processos, imputando à ocorrência de eventos possíveis uma determinada probabilidade subjetiva. É, assim, sob uma instável fundação das probabilidades subjetivas que descansam as decisões – em especial, a decisão de investir – que envolvem projeções sobre o desempenho da economia no futuro (*ibid.*).

Nesse contexto de incerteza se colocam duas alternativas: a inação, ante a complexidade e subjetividade do futuro, ou o desenvolvimento de mecanismos ou arranjos que mitiguem tais características. É aí que surgem os contratos financeiros, denominados em moeda, que estabelecem a promessa de pagamentos em moeda no futuro, ou, como denomina MINSKY (1992: 2), “[the] exchange of present money for future money”. Tais contratos surgem como forma de mitigar a incerteza envolvida em algumas operações. Cada contrato representa uma obrigação assumida, de um lado, e um ativo retido, de outro. Cada agente ou unidade econômica possui, assim, uma espécie de balanço, que reúne seus ativos e obrigações, ou promessas de recebimento ou pagamento no futuro – além das posições no presente (MINSKY, 1960: 184).

Em meio a este sistema de contratos, ocorrem as decisões de investimento, ou de aquisição de determinados ativos, às quais corresponde um passivo, sendo ambos assumidos com base em determinado estado de expectativa, que pode variar ao longo do tempo (MINSKY, 1977: 22). Em outras palavras, por não se basearem em evidência sólida, as expectativas e o estado de confiança que cada agente nelas deposita são suscetíveis a bruscas modificações. Conforme as condições reais da economia contrariam as visões defendidas, rapidamente os agentes tendem a modificar suas “previsões”. Em especial:

"... events, such as crises, can radically diminish the confidence with which views of the world are held. Emerging events can both change subjective-probability distributions assigned to future events and increase or decrease the confidence with which views are held." (MINSKY, 2008a: 63)

A sorte dos contratos acordados sob determinado estado de confiança e expectativas pode, portanto, sofrer bruscas alterações em função da evolução de alterações nessas variáveis. Como resultado, a instabilidade do sistema de probabilidades subjetivas impõe às decisões de investimento uma elevada volatilidade, que se agravaria conforme as condições da economia se afastassem de um “normal”, determinado pelas convenções firmadas pelos agentes:

“Thus it is uncertainty that intervenes and attenuates the significance of the production functions and stable preference functions of conventional theory as determinants of system behavior. Uncertainty enters strongly into the determination of behavior at two points: in the portfolio decisions of households, firms, and financial institutions, and in views held by firms, by the owners of capital assets, and by the bankers to firms as to the prospective yields of capital assets.” (MINSKY, 2008a: 64)

É esta possibilidade de brusca reversão das expectativas e do grau de confiança dos agentes que está no cerne da ocorrência das crises financeiras no arcabouço teórico de Minsky. A possibilidade de ocorrência de uma crise, contudo, depende não só de uma reversão brusca de expectativas, mas da relação entre os ativos e obrigações assumidos pelos agentes.

II.2.3 As Posições Hedge, Ponzi e Especulativa

A descrição do processo de formação da crise em Minsky parte da construção dos fundamentos da instabilidade econômica. A estabilidade/instabilidade econômica é explicada através do peso relativo entre três tipos de unidades dentro da dinâmica da economia, sendo tais unidades classificadas segundo a *fragilidade* de sua posição financeira.

Por sua vez, esta fragilidade da posição financeira dos agentes é construída tendo como base uma visão que as entende a partir de uma classificação dos fluxos monetários envolvidos em sua operação. Portanto, esta tipificação das unidades econômicas depende de uma pormenorizada “taxonomia dos fluxos monetários”, tal como efetuada em (MINSKY, 2008b: 223-226).

É da relação entre as categorias de fluxos monetários de entrada e saída – explicados abaixo – que nasce a tipografia das unidades financeiras, e é da dinâmica e da proporção entre

estes tipos de unidades no todo da economia que se explica o surgimento da instabilidade financeira³⁵. Podemos distinguir três principais tipos de fluxos monetários:

- 1) **Fluxos de Receita:** São aqueles que surgem como resultado da dinâmica interna do sistema produtivo, ou seja, como remuneração de alguma etapa da produção. São exemplos desta categoria os salários e os lucros.
- 2) **Fluxos de Obrigações:** São os fluxos que são mantidos como resultado de obrigações financeiras – dívidas – herdadas de períodos anteriores. Nesta categoria são contabilizados tanto o principal quanto os juros.
- 3) **Fluxos de Portfólio:** São os fluxos monetários que surgem como consequência de operações de transferências de propriedade, ou seja, nas quais a propriedade de capital e de ativos financeiros muda de mãos.

Tal como apontado por Minsky, é da relação entre os *fluxos de obrigações* e os *fluxos de receita* que podemos distinguir entre três tipos básicos de unidade econômica: (1) Unidades “**Hedge**”; (2) Unidades “**Especulativas**”; e (3) Unidades “**Ponzi**”, ordenados segundo sua relativa fragilidade financeira. Uma economia que repouse sobre um grande número de unidades *hedge* tenderá a ser mais estável, enquanto economias nas quais as unidades *especulativa* e *Ponzi* forem predominantes tenderão a ser mais instáveis:

“Three financial postures for firms, households, and government units can be differentiated by the relation between the contractual payment commitments due to their liabilities and their primary cash flows. These financial postures are hedge, speculative, and ‘Ponzi.’ The stability of an economy’s financial structure depends upon the mix of financial postures (...) the greater the weight of hedge financing in the economy the greater the stability of the economy whereas an increasing weight of speculative and Ponzi financing indicates an increasing susceptibility of the economy to financial instability.” (MINSKY, 1984: 22)

As unidades *hedge* seriam aquelas com maior margem de segurança em sua operação. Nelas o volume de receita seria suficiente para financiar tanto o pagamento tanto dos juros quanto do principal de suas obrigações financeiras. Portanto, nenhuma operação de *portfólio* seria necessária para garantir o cumprimento das obrigações adquiridas: “If realized and ex-

³⁵ “Looking at the economy from a Wall Street board room, we see a paper world – a world of commitments to pay cash today and in the future. These cash flows are a legacy of past contracts in which money today was exchanged for money in the future. (...) The viability of this paper world rests upon the cash flows (or gross profits after out-of-pocket costs and taxes) that business organizations, households, and governmental bodies, such as states and municipalities, receive as a result of the income-generating process.” (MINSKY, 1977: 23)

pected income cash flows are sufficient to meet all the payment commitments on the outstanding liabilities of a unit, then the unit will be hedge financing.” (MINSKY, 2008b: 226)

O autor observa, ainda, que as unidades *hedge* não seriam particularmente suscetíveis à mudanças em seus fluxos de obrigações, relativas, por exemplo, à variações na taxa de juros nos mercados financeiros. Elas seriam vulneráveis principalmente a variações em suas receitas futuras: “A hedge financing unit is not directly susceptible to adverse effects from changes in financial markets. The only way a hedge financing unit can go bankrupt is if its revenues fall short of its out of pocket costs and commitments.” (MINSKY, 1984: 26)

Já as unidades *especulativas* enfrentariam uma posição financeira menos favorável. Nelas, no longo prazo, os *fluxos de renda* seriam suficientes para financiar o pagamento dos juros de suas obrigações, porém não o principal. Portanto, existiria nestas unidades uma necessidade latente de rolagem da dívida e/ou operações de venda de *portfólio* visando o financiamento de posições de curto prazo, sendo para isso o acesso ao setor financeiro – crédito para rolagem – fator de primeira necessidade:

“For speculative financing units, the total expected cash flows from participation in income production when totaled over the foreseeable future exceed the total cash payments on outstanding debt, but the near term payment commitments exceed the near term cash flows from participation in income production.” (MINSKY, 1984: 22)

É importante notar que o caráter especulativo destas unidades se refere à pressuposição, implícita na posição financeira de tais agentes, de que o crédito para rolagem de obrigações de curto prazo estará disponível quando necessário (MINSKY, 1984: 26).

O último tipo de unidade financeira, a *Ponzi*, é caracterizado pela incapacidade de pagamento de suas obrigações financeiras em praticamente todos os horizontes temporais (MINSKY, 1984: 28) – isto é, a unidade não seria capaz de honrar o pagamento nem dos juros nem do principal de suas obrigações. Nestas unidades a dívida seria progressiva, e existiria a necessidade de recurso crescente ao crédito e/ou de execução de operações de portfólio – que engendram a venda de ativos – para que as obrigações financeiras sejam honradas. Porém, vale ressaltar que, como o recurso ao crédito demanda por parte do beneficiado uma garantia de algum tipo de fluxo de renda que viabilize pagamentos futuros, temos que a existência de unidades *Ponzi* é geralmente um resultado de expectativas otimistas sobre o preço de venda de algum ativo no futuro (MINSKY, 1984: 23).

É a diferente distribuição dos agentes entre as distintas posições financeiras que implica a maior estabilidade ou instabilidade financeira da economia no agregado, tema este que se situa no cerne do ciclo financeiro de Minsky e será explorado na próxima seção.

II.3 Instabilidade Financeira e Crise

Como foi mencionado na sessão anterior, a instabilidade financeira surge como resultado da existência de uma grande proporção de unidades *especulativa* e *Ponzi* dentro da economia. Tais unidades, por dependerem de crédito – para rolagem do principal suas dívidas no caso das *especulativas* e para refinanciamento do principal e dos juros no caso das *Ponzi* – são extremamente suscetíveis às mudanças nas condições do mercado financeiro.

Variações nas taxas de juros, em uma economia dominada por empresas *hedge*, **não** são um fator particularmente desestabilizador, pois as mesmas independem, relativamente, da estrutura de custos de endividamento para honrar seus compromissos. Já em uma economia na qual predominam unidades *especulativas* e *Ponzi*, mudanças na taxa de juros podem rapidamente transformar uma unidade *especulativa*, que a despeito de sua fragilidade ainda é capaz de honrar seus compromissos financeiros, em uma unidade insolvente ou *Ponzi*³⁶.

Esta situação é ainda agravada pelo fato, destacado em MINSKY (1984: 29), de que as taxas de juros apresentam uma volatilidade menor em economias predominantemente *hedge* do que em economias predominantemente *especulativas* e *Ponzi*. Este fato decorre das diferenças entre as elasticidades da demanda por crédito observadas nos três tipos de empresas. Uma unidade *hedge* não estará disposta a recorrer ao crédito caso seu custo seja elevado – a taxa de juros seja alta. Por outro lado, como a continuidade de sua operação depende de recurso constante ao financiamento, uma unidade *especulativa* ou *Ponzi* deverá recorrer ao crédito mesmo com a vigência de taxas de juros elevadas. Portanto, a elasticidade da demanda por crédito será tão mais baixa quanto maior for a proporção de unidades *especulativa* e *Ponzi* dentro da economia. Esta baixa elasticidade contribuiria para a instabilidade sistêmica, pois permitiria a maior volatilidade na dinâmica dos juros exatamente no tipo de economia que é extremamente vulnerável a estas variações.

Portanto, em uma economia dominada por estas duas posições econômicas frágeis – *especulativa* e *Ponzi* –, um aumento repentino nas taxas de juros poderá gerar uma crise de de-

³⁶ É também possível que variações nas taxas de juros, quando bruscas, possam levar unidades *hedge* à condição de *especulativa*.

flação nos valores dos ativos. Caso o aumento nos juros seja suficientemente grande para transformar uma proporção significativa das unidades *especulativa* em unidades *Ponzi*, as mesmas podem ser obrigadas a recorrer a operações de portfólio para honrar suas dívidas de curto prazo. Se generalizado, este movimento de liquidação de posições poderia gerar um colapso dos valores dos mesmos, numa espiral deflacionária.

Mas qual então o mecanismo endógeno que poderia levar à mencionada espiral?

II.3.1 A Hipótese de Instabilidade Financeira

A hipótese da instabilidade financeira postula que, durante um período de marcada estabilidade financeira e prosperidade econômica, surgem incentivos para que as empresas assumam posições financeiras cada vez mais frágeis. Ou seja, durante a estabilidade as empresas tenderiam a sair de posições *hedge* em direção a posições *especulativas* e finalmente em direção a posições *Ponzi*. Neste sentido, um período de crise financeira poderia ser um resultado da estabilidade e prosperidade anteriores:

“In particular, over a protracted period of good times, capitalist economies tend to move from a financial structure dominated by hedge finance units to a structure in which there is large weight to units engaged in speculative and Ponzi finance.” (MINSKY, 1992: 9)

Varias razões contribuiriam para esta geração interna das condições de instabilidade. Dentre elas se destacam: (1) a tendência de adoção de margens de segurança³⁷ cada vez menores nos contratos de crédito; (2) a existência de uma estrutura de incentivos endógenos que impulsiona a adoção de posições financeiras especulativas, sendo este processo um resultado de oportunidades criadas pelo baixo custo do financiamento de curto prazo em relação ao de longo prazo, fato recorrente em períodos de estabilidade e prosperidade financeiras:

“In a system dominated by *hedge* finance, the pattern of interest rates (short-term rates being significantly lower than long-term rates) are such that profits can be made by intruding speculative arrangements. In addition, the interest rate on short-term money-like liabilities of firms and financial institutions will be lower than on the longer term liabilities used in hedge-financing positions in capital assets. There are profit prospects that induce units to engage in *speculative* finance.” (MINSKY, 2008b: 235)

³⁷ Como destacado por MINSKY (1977: 24), em um período de prosperidade temos que: “Existing debts are easily validated and units that were heavily in debt prospered; it paid to lever. After the event, it becomes apparent that the margins of safety built into debt structures were too great. As a result, over a period in which the economy does well, views about acceptable debt structure change.”

Este diferencial entre as taxas de juros de curto prazo e de longo prazo surge como consequência da das altas taxas de rentabilidade de uma economia próspera e dos sucessivos déficits governamentais – um dos principais fatores sustentadores da prosperidade. Conforme déficits governamentais elevam a rentabilidade das empresas, gera-se uma necessidade crescente de recurso ao crédito como forma de financiar posições em bens de capital. Isto ocorre, pois as empresas tendem a financiar estas posições com recursos próprios – agora fartos. Agrega-se ao descrito acima o fato de que o aumento nos déficits governamentais gera ampla liquidez sistêmica, provendo aos bancos uma grande quantidade de títulos de dívida governamental para garantir sua solvência. Esta fartura de liquidez modifica o panorama de escolha intertemporal, levando a uma subvalorização do curto prazo em relação ao longo e consequentemente gerando uma taxa de juros que premia pouco a abstenção de liquidez:

“In a world dominated by hedge finance and in which little value is placed on liquidity because it is so plentiful, the interest rate structure yields profit opportunities in financing positions in capital assets by using short-term liquid liabilities.” (MINSKY, 2008b: 234)

Outros fatores³⁸ podem ainda contribuir para a deterioração da posição financeira das empresas. Porém, para os objetivos do presente trabalho, o ponto central da hipótese da instabilidade financeira é a de que uma época de marcada estabilidade e prosperidade econômica termina por gerar endogenamente ao longo do tempo – através de mecanismos diversos – as condições causadoras de instabilidade.

II.3.2 Deflação de Ativos e Recessão

O prelúdio que antecede o término do período de prosperidade seria iniciado por uma mudança no ambiente expectacional dos agentes, sujeitos a mudanças bruscas e inesperadas. O estado de confiança dos agentes poderia ser minado a partir de um fato exógeno isolado ou, de modo mais plausível, pela percepção acerca da fragilidade crescente, endógena, a qual os agentes estão submetidos.

Nesse contexto, a percepção sobre a incerteza se torna mais aguda, as prospecções dos agentes quanto ao desempenho futuro da economia se tornariam cada vez mais pessimistas e o grau de confiança dos mesmos no estado das expectativas levariam a: (1) uma elevação do prêmio de liquidez ou da taxa de juros, aumento este que inflacionaria ainda mais os encargos financeiros dos agentes, independente de sua posição, mas, principalmente, dos agentes Ponzi;

³⁸ É também importante o papel desempenhado pela inovação financeira, como destacado em (MINSKY, 1977: 24-25).

(2) uma redução na renda ou receita futura esperada, que compromete igualmente o alinhamento dos fluxos de receita e obrigações, podendo, inclusive, alterar as posições financeiras dos agentes. Estes dois efeitos poderiam se dar de forma relativamente independente, mas é razoável que consideremos sua atuação de modo simultâneo e cumulativo, pressionando os agentes tanto pelo lado do ativo como do passivo.

Assim, os agentes com as posições mais frágeis se deparariam com um corpo de *obrigações* relativamente inflacionado, de onde surgem três opções de enfrentamento do problema, cada uma delas engendrando consequências específicas: (1) a **rolagem da dívida**, que teria como consequência o aumento da fragilidade financeira, pois conforme dívida nova fosse contraída – a juros mais elevados – para pagar dívida antiga, as unidades se aproximariam cada vez mais intensamente de posições *especulativas* e *Ponzi*; (2) pagar os novos encargos via execução de **operações de portfólio**, que terminaria por gerar uma crise de deflação nos valores dos ativos, pois se expandiria a oferta de ativos no mercado, a preços cada vez mais baixos, sem modificações substanciais na demanda; (3) O mero **default**, que geraria um quadro recessivo, alimentando ainda mais as expectativas negativas dos agentes e contribuindo direta e indiretamente para o agravamento da situação.

Em suma, as três opções apresentadas acima terminariam desembocando na formação de um quadro nebuloso, onde a incerteza e o pessimismo originado nas relações financeiras acabaria por afetar o investimento – pois afetaria direta e negativamente a capacidade de financiamento das empresas e deprimiria o valor dos ativos – e, via multiplicador, a renda e o consumo, o que poderia desembocar numa recessão³⁹.

II.4 Considerações Finais

Este capítulo teve como proposta a exposição da visão de Minsky a respeito das crises financeiras, dando especial ênfase a elementos que poderão ser posteriormente utilizados na comparação com as ideias de Veblen – tópico do primeiro capítulo. Devido a seu caráter complementar, opositivo ou similar, alguns elementos da crítica de Minsky se destacam mais do que os outros em seu potencial comparativo com a teoria de Veblen. Nos parágrafos seguintes serão delineados estes elementos, pontos que merecem especial destaque dentro da proposta comparativa do trabalho.

³⁹ A concretização desta recessão, em si, dependeria de outros fatores, dentre os quais é soberana a ação governamental. Em especial, a atuação do governo via política fiscal, sobre a demanda efetiva – o que Minsky chama de “big government” –, e via política monetária, com o banco central atuando como emprestador de última instância – “big bank”. Para maiores detalhes consultar (WRAY, 2011: 4-6)

Devemos manter em mente a construção dos *paradigmas da feira de aldeia e de Wall Street*, em especial devemos perceber como a compreensão do papel da moeda é essencialmente diferente nas duas visões. Na visão clássica – *feira da aldeia* – a moeda é um denominador comum e facilitador de trocas, cuja capacidade de afetar a economia real é nula – moeda neutra. Já na visão de Minsky/Keynes, sob o *paradigma de Wall Street*, existe uma compreensão mais complexa do fenômeno monetário, na qual a moeda surge como uma consequência do processo de financiamento das posições em ativos dos agentes (MINSKY, 1977: 22) e os mercados financeiros figuram entre os principais determinantes do volume de atividade econômica.

É também de suma importância a ideia de incerteza apresentada por Keynes, que é colocada por Minsky como o principal determinante do descolamento entre as funções neoclássicas de produção e o produto da economia (MINSKY, 2008a: 65-66). Em especial deve-se compreender o papel da incerteza como fator desestabilizador do quadro expectacional, pois decisões tomadas tendo como base expectativas formadas dentro de um quadro de incerteza são especialmente voláteis. Ou seja, conforme os resultados econômicos frustram expectativas incertas, as mesmas, diferentemente de expectativas racionais, seriam propensas à revisão ou modificação completa, fato que impõe uma maior instabilidade ao sistema.

Outra formulação de Minsky, importante para a comparação pretendida pelo trabalho em curso, é sua tipografia de fluxos monetários e de unidades econômicas segundo a fragilidade de suas posições financeiras. O fenômeno da crise no ciclo de Minsky é abordado principalmente pelo lado das despesas financeiras, sendo o estopim do processo uma modificação nas condições de financiamento dentro do mercado financeiro.

Seguindo a linha lógica que perpassa a tipologia das unidades econômicas, devemos destacar também o processo endógeno de fragilização econômica discutido pela sua “hipótese da instabilidade financeira”, no qual unidades mais estáveis financeiramente – *hedge* – tendem naturalmente, durante um período de prosperidade, a assumir posições financeiras cada vez mais frágeis – *especulativa e Ponzi*.

CAPÍTULO III - ANÁLISE COMPARATIVA, VEBLÉN E MINSKY

III.1 Introdução

Este terceiro e último capítulo se propõe a comparar os corpos analíticos de Veblen e Minsky, identificando as semelhanças, diferenças e complementaridades entre as abordagens do fenômeno das crises desenvolvidas nos dois capítulos precedentes. Como argumentou-se na introdução à este trabalho e delineou-se nos capítulos anteriores, estes dois autores partem de bases teóricas essencialmente distintas, mas, mesmo assim, há um conjunto de elementos que possibilita o diálogo entre as duas abordagens.

A existência deste conjunto é reconhecida especialmente por autores de filiação pós-Keynesiana, em especial, em PAPADIMITRIOU e WRAY (1999), WRAY (2011) e HENRY (2012). Como HENRY (2012: 1) sugere, há também alguns fatos que reforçam esta possibilidade de comparação: em seu *survey* sobre o entendimento da moeda na tradição institucionalista, DILLARD (1987) destaca a hipótese de instabilidade financeira de Minsky como um dos desenvolvimentos relevantes desta tradição. Além disso, em 1996, Minsky foi agraciado com o Prêmio Veblen-Commons, dado pela Associação para Economia Evolucionária, ainda que em sua obra não haja referências explícitas a Veblen⁴⁰.

Ao invés de agrupar um corpo único de semelhanças e diferenças, optou-se por dividir nossa análise comparativa em tópicos, a partir da divisão estabelecida nos capítulos anteriores. Assim, partimos da pormenorização das semelhanças e contrastes entre os fundamentos teóricos que embasam suas posições para depois nos dedicarmos à comparação dos elementos contidos em suas teorias de crise.

III.2 Fundamentos da Análise

Um primeiro ponto fundamental de convergência entre Minsky e Veblen está situado justamente sobre o ponto de partida das duas análises. Ambos os autores desenvolvem suas teorias a partir de uma crítica explícita aos resultados econômicos da teoria clássica (ou neoclássica): a de Veblen, relacionada à visão hedonística, dos indivíduos como maximizadores

⁴⁰ Ver MINSKY (1996), onde seu discurso no momento de recebimento do prêmio é registrado.

de prazer, abrindo espaço para construção de um edifício teórico substancialmente distinto; e a de Minsky, que aponta, explicitamente, a incapacidade do corpo teórico neoclássico na tarefa de explicar a ocorrência de crises econômicas. A partir destas críticas, semelhantes em relação ao arcabouço exprobrado – a teoria clássica –, mas distintas em seu direcionamento, cada autor constrói sua análise, sobre a qual nossa análise comparativa se debruça.

III.2.1 O Monetário e o Pecuniário

Como apontamos logo acima, a economia institucionalista original surgiu como força opositora aos pressupostos filosóficos que embasavam a economia clássica e neoclássica. Estes fundamentos, contudo, permanecem na base da posição keynesiana⁴¹. Como já foi abordado no primeiro capítulo, o rompimento com estas premissas impõe algumas restrições às comparações entre os resultados de ambos autores, dentre os quais merece especial atenção a análise entre as semelhanças e diferenças entre o conceito de “*pecuniário*” em Veblen e o conceito de “*monetário*” em Minsky/Keynes.

O primeiro conceito (“*pecuniário*”) deriva da construção explicitada no primeiro capítulo, surgindo como uma manifestação, particular à economias modernas, do mesmo jogo de proclividades naturais que historicamente teria caracterizado outras formas de emulação⁴². Nas sociedades atuais o principal⁴³ mecanismo de propagação da hierarquia social seria a comparação invejosa entre o volume monetário/pecuniário das propriedades de cada indivíduo, neste sentido que elas são sociedades pecuniárias. Este conceito portanto, remete à diferenciação entre indivíduos, baseada na percepção dos volumes das propriedades monetárias possuídas, visando inserção de cada um dentro de uma posição ou estame social. Portanto a variáveis pecuniárias tem de caráter diferencial, ou seja, participam de um jogo de soma zero que envolve decisões relativas à distribuição da produção social e nunca aos detalhes materiais de seu processo produtivo.

Portanto, a ideia de uma economia pecuniária carrega em si uma noção implícita de que suas relações nunca extrapolam o domínio da distribuição. Em outras palavras, sob uma perspectiva vebleniana, a economia clássica/neoclássica é essencialmente pecuniária pois nela não

⁴¹ O termo neoclássico foi cunhado por Veblen, no artigo (VEBLEN, 1899), sendo utilizado para ressaltar a continuidade filosófica entre as duas abordagens. Portanto, enquanto Minsky enxerga Keynes como oposto à tradição neoclássica, segundo a taxonomia proposta por Veblen esta distinção não se aplicaria.

⁴² Como já ressaltado no primeiro capítulo, as formas anteriores de emulação seriam: emulação funcional (produtiva); e a emulação predatória/bárbara, baseada na exposição de força bruta e execução de “atos de bravura”.

⁴³ Nos capítulos IX e X de (VEBLEN, 1994) e em seu artigo (VEBLÉN, 1898) a sobrevivência de etapas emulativas anteriores dentro das sociedades modernas é discutida, porém, o argumento de que a emulação pecuniária toma centralidade na formação do regime de status é mantido.

se analisa produção, se analisa distribuição; mesmo quando o foco parece ser aquele da teoria da produção o que de fato se considera são as causas e consequências distributivas do processo produtivo, medidos em termos de valores monetários, e conseqüentemente em termos da distribuição. O termo *pecuniário* invoca a existência de um rompimento essencial/filosófico entre a esfera material da produção e a esfera de negócios – distribuição:

“Since hedonism came to rule economic science, the science has been in the main a theory of distribution, – distribution of ownership and of income. (...) this theory of distribution has centered about a doctrine of exchange value (or price) and has worked out its scheme of (normal) distribution in terms of (normal) price. (...) Even when some considerable attention is ostensibly devoted to theories of consumption and production, in these systems of doctrine the theories are constructed in terms of ownership, price, and acquisition, and so reduce themselves in substance to doctrines of distributive acquisition.” (VEBLEN, 1908c: 150)

A economia monetária de Keynes deriva de uma construção na qual, através da introdução de alguns elementos analíticos novos dentro dos modelos neoclássicos – o que implica a aceitação de suas premissas filosóficas essenciais⁴⁴ –, seus resultados originais são enfraquecidos, e em alguns casos revertidos. Dentre tais novos elementos analíticos, MINSKY (2008a: 65-66) delega especial papel à formulação do conceito de incerteza:

“Keynesian economics differs from neoclassical economics in that it integrates into a model of system behavior the uncertainty inherent in a decentralized capitalist economy – where each household and, more importantly, each business firm (including banks and other financial institutions) makes intertemporal portfolio as well as contemporaneous income decisions. As a result of allowing explicitly for time, the significance of the production function in determining the output, investment, and income-distribution characteristics of the economy, as well as the significance of the idea of equilibrium, is diminished.”

Contudo, tal descolamento entre as abordagens não as isenta de apontarem para uma mesma constatação: para Veblen, a apreensão da economia moderna como essencialmente “*pecuniária*” também leva, como em Minsky, à conclusão de que a dinâmica de preços é o fator fundamental que lhe caracteriza. Porém, nesta versão de institucionalismo, o descolamento entre a realidade material da produção e o desempenho da economia se dá em um plano fundamental, através do abandono das premissas filosóficas do pensamento clássico/neoclássico. Já em Minsky, como para os pensadores da escola pós-keynesiana, o descolamento entre a realidade material da produção e o desempenho da economia se dá em um plano superficial, na esfera distributiva, através da quebra da noção de equilíbrio neoclássico.

⁴⁴ Em especial a aceitação dos elementos incluídos na crítica de Veblen, e discutidos no capítulo inicial, tais como: a construção da natureza humana hedonística, a noção de propriedade privada e o aceite da “doutrina inglesa dos direitos naturais” (VEBLEN, 1908c: 158).

III.2.2 A “Credit Economy” e a Economia Monetária de Keynes

Apesar das diferenças em substância abordadas no tópico anterior, para fins do presente trabalho a construção da economia monetária em Keynes e a ideia de “*credit economy*” adotada por Veblen são suficientemente semelhantes, no que tange à caracterização da natureza das economias modernas.

Enquanto Veblen intitula “*money economies*” as economias rudimentares, onde vigiam métodos de produção artesanais e a pequena propriedade, com a moeda funcionando como um mero meio de troca, Minsky caracteriza semelhantes economias dentro do que chama *paradigma da feira da aldeia*. No caso das economias modernas, por sua vez, Veblen as distingue como “*credit economies*”, na qual o uso de crédito é difundido e o investimento se dá a partir da busca de lucros monetários, caso semelhante do *paradigma de Wall Street* minskyano.

Ou seja, em última instância, a distinção entre “*money economy*” e “*credit economy*” de Veblen foi bem capturada pela construção dos “*paradigmas da feira de aldeia e de Wall Street*”⁴⁵ de Minsky, onde o primeiro paradigma aborda uma economia moderna e complexa sob a ótica ingênua de uma economia escambo e na segunda construção impera uma visão mais complexa, na qual na mesma economia as relações financeiras dão a tônica da performance macroeconômica.

III.2.3 Capital, Investimento e Crédito

Como já explicitado, capital para Veblen é um conceito pertencente à esfera das relações pecuniárias/diferenciais, neste sentido sua definição é pragmática – pois invoca o sentido que a palavra capital toma no dia a dia dos negócios – e puramente contábil: o capital é nada mais que um fundo de valores, denominado em moeda, que é avaliado a partir da sua capacidade prospectiva de gerar lucros para seu proprietário.

Em oposição a esta visão, Minsky claramente assume a definição clássica de capital como bens materiais de produção. Contudo, a despeito deste posicionamento, no seguinte trecho, ele claramente pondera:

⁴⁵ Esta comparação permanece relevante a despeito da diferença entre o caráter paradigmático da construção de Minsky/Keynes e o caráter real/histórico da construção

"In a capitalist economy of the kind that Keynes postulated, there are private portfolios, real-capital assets are in essential details equivalent to speculative financial assets, and banks, generically defined as institutions specializing in finance, are important." (MINSKY, 2008a: 54-55)

Ou seja, apesar de assumir formalmente uma definição de capital oriunda das formulações neoclássicas originais, Minsky observa que, para uma análise da economia que se foca nos aspectos *monetários*, bens de capital – máquinas e equipamentos – são em essência iguais aos ativos financeiros.

Nesse sentido, a motivação para o investimento nos dois autores pode ser tratada de forma semelhante: investe-se, pois há uma busca por ganhos monetários, ou equivalentemente, nas decisões de portfólio dos agentes considera-se a posse de ativos tangíveis ou intangíveis equivalentemente, ambos são considerados como papéis que originam um fluxo de pagamentos monetários independentemente de sua origem.

III.3 O Mecanismo do Ciclo e as Crises

Um traço característico, fundamental, das abordagens de Veblen e Minsky no tratamento das crises é o reconhecimento da endogeneidade das mesmas em meio à dinâmica de funcionamento das economias modernas. Nesse contexto, é patente a semelhança do *método das crises e épocas de prosperidade* em Veblen e da *hipótese da instabilidade financeira* em Minsky. Ambos os autores abordam as unidades econômicas através da mensuração de seus fluxos monetários de entrada e saída, explicando a ocorrência da crise através da observação contábil de que boa parte das unidades, no momento da crise, possui um corpo de obrigações financeiras cujo pagamento de juros excede sua capacidade de ganho.

Veblen tentará abordar o ciclo se focando na análise dos fluxos de receita e em como a dinâmica dos preços no mercado de bens afeta estes fluxos. Por outro lado, Minsky se propõe a abordar como modificações dos fluxos de obrigações, determinadas por mudanças nas condições vigentes nos mercados financeiros, podem causar crises e prosperidade. Os subtópicos a seguir se propõe a explicar algumas das diferenças, similaridades e complementaridades entre a visão de ambos os autores sobre os ciclos econômicos propriamente ditos.

III.3.1 A Temporalidade e Incerteza

Em ambos os autores é criada uma visão temporal do processo econômico, sendo reconhecido o fato de que o corpo de obrigações financeiras é adquirido “*ex ante*”, baseado em

expectativas quanto ao desempenho futuro da economia, e que os pagamentos de juros – consequência das mesmas obrigações – deverão ser efetuados “*ex post*”, quando tais expectativas se realizarem ou forem frustradas. Portanto, em ambas perspectivas, o ambiente expectacional dos agentes quanto ao desempenho futuro da economia desempenha um papel central.

Apesar da presença de todos os elementos expectacionais suficientes para a construção da crise estarem presentes no relato de Veblen, merece destaque a enorme riqueza de detalhes oferecida pela abordagem de Minsky/Keynes, principalmente no que concerne a caracterização da incerteza, o processo decisório sob a incidência da mesma e as relações da dinâmica do investimento com este processo decisório.

Excetuando-se a maior riqueza de detalhes e concisão do relato de Minsky podemos mais uma vez ressaltar a equivalência das posições defendidas por ambos os autores. A crise surgiria como uma consequência das frustrações das expectativas dos agentes – ou até da modificação das mesmas⁴⁶ – quanto às condições operantes no mercado de bens – em Veblen – e no mercado de bens e no financeiro alternativamente – em Minsky. Esta diferença nos leva ao próximo tópico, onde será abordada a maior riqueza de detalhes que Minsky reserva à descrição das condições do mercado financeiro e suas consequências para a crise.

III.3.2 Mercados Financeiros e Mercados de Bens como Determinantes da Crise

A construção do ciclo econômico em Veblen se foca⁴⁷ na descrição da crise como decorrência da redução de receita de vendas, ou seja, neste processo o estopim seria a redução dos fluxos monetários de receita – entrada –, consequência da dinâmica de preços no mercado de bens. Já na obra de Minsky é dada especial ênfase à crise decorrente da modificação das condições de operações do mercado financeiro, modificações estas que inflacionariam o volume dos pagamentos financeiros decorrentes do corpo de obrigações anteriormente adquirido pelas unidades econômicas ou dificultariam as condições para rolagem da dívida em unidades *especulativas e Ponzi*.

⁴⁶ “The business effect of increased prospective earnings, however, is much the same whether the event proves the expectation of increased earnings to have been well grounded or not. The expectation in either case leads the business men to bid high for equipment and supplies. Thereby the effective (market) capitalization is increased to answer to the increased prospective earnings. This recapitalization of industrial property, on the basis of heightened expectation, increases the value of this property as collateral.” (VEBLEN, 1904: 197)

⁴⁷ O enfoque do autor recaí principalmente sobre análise das crises resultantes de alterações no mercado de bens – fluxos de receita –, porém, também é discutida a incidência de crises como resultado da dinâmica do mercado financeiro – fluxos de obrigações. Para mais detalhes consultar (VEBLEN, 1904: Capítulo VII).

Ou seja, a análise de Veblen se concentra em uma explicação da crise que dá ênfase aos determinantes do aumento e da posterior redução das receitas de venda como decorrência dos movimentos do sistema de preços relativos. Já Minsky se propõe a pormenorizar o papel do sistema financeiro, dos fluxos monetários de obrigações e das diferentes posições de fragilidade financeira assumidas pelos agentes no processo de formação do colapso. Para executar esta tarefa ele cria uma metodologia de análise dos fluxos monetários e uma tipografia das unidades econômicas.

III.3.3 Tipografia das Unidades Econômicas

Minsky oferece, através de sua tipografia das unidades financeiras – que separa as unidades entre as categorias “*hedge*”, “*especulativa*” e “*Ponzi*” – um grande refinamento da análise já presente em Veblen. Esta tipografia é capaz de explicar o estouro das crises como consequência das evoluções do mercado financeiro, enquanto Veblen aborda majoritariamente o fenômeno das crises criadas por variações da rentabilidade do mercado de bens, oriundas de alterações no sistema de preços.

A visão vebleniana do “método das crises e épocas de prosperidade” possui caráter mais geral do que a construção de Minsky. Veblen está interessado na construção de um argumento abrangente, no qual, em última instância, o ciclo pode ser explicado independentemente das condições vigentes no mercado financeiro. Neste sentido, o estopim da crise proposto na análise vebleniana é capaz de tornar insolventes tanto unidades “*hedge*” quanto unidades “*especulativas*” e “*Ponzi*”. O mesmo mecanismo é observado em Minsky, porém, este autor vai além ao sistematizar um conjunto de elementos analíticos capazes de gerar a crise como resultado da dinâmica do mercado financeiro.

III.3.4 A Hipótese da Instabilidade Financeira e A Expansão do Volume de Negócios

Ambos os autores possuem uma descrição geral de processo no qual as unidades econômicas continuamente assumem posições de maior fragilidade financeira. Em Veblen, em especial em (VEBLEN, 1904: Capítulo V), descreve-se um arcabouço geral para o comportamento das firmas no qual inevitavelmente são assumidas posições financeiras cada vez mais dependentes do recurso ao crédito. Tais posições surgem como consequência de uma tendência generalizada à expansão do *turnover* via aumento do volume de negócios sempre que as condições econômicas forem favoráveis.

Em contraste à regra geral vebleniana de expansão do volume de negócios, em Minsky pode-se observar uma descrição mais pormenorizada dos determinantes da fragilização financeira. É detalhado um processo de deterioração onde unidades *hedge* se transformam em *especulativas* e finalmente em *Ponzi*, conforme a economia passa por um período de relativa prosperidade e estabilidade econômicas.

Portanto, em ambos os autores a crescente instabilidade das posições financeiras assumidas pelos agentes é descrita como um mecanismo endógeno, resultado da prosperidade econômica. Em Veblen este mecanismo assume a forma de uma regra comportamental e em Minsky ele é pormenorizado, sendo explicado como função da dinâmica dos juros de curto prazo e de longo prazo, do aparecimento de novos instrumentos financeiros e da redução das margens de segurança⁴⁸ embutidas nos contratos.

III.4 Considerações Finais

Em suma, o relato *vebleniano* do “*método das crises e das épocas de prosperidade*”, apesar de partir de premissas filosóficas e de um instrumental analítico diferente daquele utilizado pelos pós-keynesianos, gera um retrato da realidade econômica dos ciclos que é surpreendentemente semelhante à visão de Minsky. Objetivando reforçar as ideias discutidas no presente capítulo, os parágrafos seguintes retomarão sucintamente os tópicos abordados anteriormente.

Mesmo partindo de instrumentais analíticos distintos, como é o caso das categorias de capital e investimento em Veblen, existe um reconhecimento por parte da tradição pós-keynesiana de que, para o dia a dia da dinâmica capitalista, a distinção entre capital – entendido como vetor de bens produtivos – e ativos financeiros é pouco relevante. O portfólio dos agentes é, em última instância, constituído por ativos cuja relevância deriva de sua capacidade de gerar fluxos monetários, não pela materialidade ou imaterialidade do objeto de propriedade envolvido.

A observação, presente em ambos autores, da dinâmica da economia moderna como fenômeno muitas vezes descolado da realidade material da produção, parte de premissas distin-

⁴⁸ Este fator também é ponderado por Veblen, em especial pode-se destacar: “But during the free swing of that buoyant enterprise that characterizes an era of prosperity contracts are entered into with a somewhat easy scrutiny of the property values available to secure a contract. So that as regards this point not only is the capitalization of the industrial property inflated on the basis of expectation, but in the making of contracts the margin of security is less closely looked after than it is in the making of loans on collateral.” (VEBLEN, 1904: 198)

tas e atravessa metodologias de desenvolvimento diferentes porém desemboca em resultados compatíveis, resultados estes que são bem resumidos pela distinção entre o “*paradigma da feira de aldeia*” e o “*paradigma de Wall Street*” ou alternativamente pela construção, utilizada por Veblen, da “*money economy*” e da “*credit economy*”.

O retratamento das unidades econômicas através dos fluxos monetários de renda e obrigações é característica central da abordagem de ambos os autores, merecendo especial destaque a escolha tomada por cada um de abordar mais detalhadamente um dos lados – Minsky o das obrigações e Veblen o das receitas. Neste sentido existe uma complementaridade entre as duas abordagens capaz de uma visão sintética de maior poder explicativo.

Por fim, segue abaixo incluo uma tabela que resume os principais pontos de fricção – semelhanças e divergências – entre as duas abordagens avaliadas pelo presente trabalho.

Tabela 2: Síntese das Semelhanças e Divergências entre as obras de Veblen e Minsky

Tópico	Semelhanças	Divergências	
		Veblen	Minsky
Fundamentos teóricos			
Ponto de partida	Crítica à economia clássica	Crítica às premissas filosóficas do pensamento clássico/neoclássico	Crítica à noção de equilíbrio neoclássica
Caráter <i>monetário</i> ou <i>pecuniário</i> das economias modernas	Dinâmica dos preços denominados em moeda é característica fundamental das economias modernas	“Pecuniário” rompe filosoficamente o elo entre a realidade material de produção e o desempenho da economia	“Monetário” rompe superficialmente com o elo entre as funções de produção e o desempenho econômico.
A natureza da economia moderna	Economia de crédito e economia monetária são caracterizações equivalentes	Nomenclatura: Economia de crédito	Nomenclatura: Economia monetária
Conceito de capital	Noção implícita de capital como um ativo	Definição contábil (pragmática)	Definição clássica: Bens materiais de produção
Investimento	Busca por lucros monetários	Lucros monetários oriundos de ativos tangíveis e intangíveis (capital <i>vebleniano</i>)	Lucros monetários oriundos de ativos materiais (capital clássico/neoclássico)
Ciclo e crises			
Endogeneidade das crises	Crises endógenas ao capitalismo moderno	-	-
Caracterização das unidades econômicas	Enfoque prioriza os fluxos monetários de entrada e saída.	Descrição simplista	Tipografia elaborada

Gestão das crises	Processo das crises e épocas de prosperidade e hipótese de instabilidade financeira são, em larga medida, descrições semelhantes	Foco nos fluxos de “receita” (lado do ativo)	Foco nos fluxos de “obrigações” (lado do passivo)
Tempo e expectativas	Papel central em ambas as análises	-	-

Fonte: Elaboração Própria.

CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como proposta a avaliação do fenômeno das crises capitalistas sobre a ótica de duas correntes de análise econômica distintas: a escola institucionalista original – com especial enfoque na visão de Thorstein Veblen, considerado seu fundador; e a escola pós keynesiana – com especial ênfase no trabalho de Hyman P, Minsky. A escolha destas escolas em particular esta condicionada a apreciação de que atravessamos um momento histórico que suscita dúvidas sobre a capacidade das escolas ortodoxas de economia em oferecer uma explicação razoável para a instabilidade macroeconômica; atravessamos um momento de crise na tradição econômica, e é justamente em tais momentos que se abrem oportunidades para a reavaliação dos fundamentos de qualquer disciplina.

Ambos os autores apresentam um relato marcadamente similar no que diz respeito à caracterização do fenômeno dos ciclos econômicos, em especial, no que tange ao rompimento com determinados fundamentos da análise econômica convencional e à endogeneidade marcante das crises econômicas. Diante desta semelhança, e visando uma comparação entre ambos autores, a presente monografia buscou desembaraçar determinadas definições e tentar traduzir elementos distintos da obra de cada autor para uma linguagem comum, objetivando criar a possibilidade de uma comparação mais minuciosa entre estas duas tradições. Esta tarefa foi delegada aos dois primeiros capítulos, cada qual tratando de explanar os elementos teóricos de um dos autores.

No primeiro capítulo a proposta foi a de formular uma breve⁴⁹ apresentação aos fundamentos da visão *vebleniana* de economia e sociedade tentando resgatar, dentro destes fundamentos, àqueles que mais tangenciam a posição *minskyana*. A linha condutora do capítulo se inicia, em uma primeira parte, com a construção das dicotomias fundamentais *veblenianas*, visando, a partir desta fundação, construir o conceito de pecuniário/diferencial como algo oposto ao industrial/material. São também exploradas as visões de Veblen sobre o conceito de propriedade privada, de capital e de investimento, e as relações dos mesmos com o aparecimento do arcabouço institucional moderno, dominado pelas modernas “*business enterprises*” e seus métodos pecuniários de gerência de negócios e de investimento visando lucro. Nesta

⁴⁹ Por se tratar de um autor renomado porém largamente ignorado pela maior parte dos economistas, foi dedicada uma maior parte da presente monografia à apresentação dos fundamentos da posição *vebleniana* em relação à apresentação dos fundamentos da posição *minskyana*.

primeira parte é ainda abordada a ideia de *turnover* e da tendência ao endividamento crescente apontada pelo autor. A segunda parte deste primeiro capítulo, por sua vez, visa descrever o “*método das crises e épocas de prosperidade*”, como apresentado em VEBLEN (1904: Capítulo VII), e um relato de ciclo que se apoia sobre a ideia de uma economia que perpetua um *modus operandi* de crescente alavancagem e fragilização financeira. Esta tendência sistêmica surge como resultado da busca pecuniária/diferencial de expansão creditícia visando aumentar o volume de negócios, o que se dá em compasso com a crescente negligência das margens de segurança em novos contratos de crédito. Quando instaurado este quadro, basta qualquer perturbação inicial no sistema de preços relativos – endógena (expectacional) ou exógena – para que a sequência de prosperidade e crise se inicie.

No segundo capítulo é explorada a construção do ciclo econômico como efetuada por Hyman P. Minsky. Inicia-se com a exposição dos elementos fundacionais de sua abordagem, largamente derivados da tradição *keynesiana* de análise econômica. Minsky parte da visão da economia sob o “*paradigma de Wall Street*”, uma exposição que considera a moeda não como um mero facilitador de trocas, mas como um ativo complexo, cuja dinâmica figura entre os determinantes fundamentais da performance econômica. Em seguida, aborda-se a ideia de incerteza, exposta por MINSKY (2008a), e explora-se como a mesma contribui a instabilidade macroeconômica, ao condicionar uma maior propensão dos agentes à revisão das decisões tomadas conforme suas expectativas vão sendo frustradas. Como um prelúdio ao ciclo de Minsky é apresentado seu instrumental analítico de tipificação dos fluxos monetários e de classificação das unidades econômicas conforme sua relativa fragilidade financeira. Após a colocação dos elementos fundacionais e do instrumental necessário, concluí-se com a explanação da hipótese de instabilidade financeira, onde se caracteriza uma tendência inerente do sistema econômico à crescente fragilização financeira – no qual unidades *hedge* tendem a virar *especulativas* e finalmente *Ponzi*. Este processo se encerra, eventualmente, na liquidação generalizada dos ativos e deflação em seus preços, a partir da percepção da fragilidade do sistema, que pode transbordar para o desempenho da economia real e iniciar um período, mais ou menos longo, de crise econômica.

Considerando os dois arcabouços apresentados nos Capítulos 1 e 2, o terceiro capítulo comparou os elementos neles apresentados, mostrando as divergências, similaridades e complementaridades entre as duas abordagens. Inicia-se com uma tentativa de diferenciação entre a ideia de pecuniário em Veblen e de monetário na tradição *keynesiana*, mostrando-se que, apesar das similaridades em um determinado nível de aproximação, as diferenças entre ambos

são resultado de uma divergência fundamental nos pressupostos filosóficos de ambas as escolas econômicas. Apesar deste fato, concluí-se que, para os objetivos da análise em curso e para a compreensão do fenômeno das crises, a visão final de economia que surge de ambos os edifícios teóricos é suficientemente similar; o resultado final é apropriadamente resumido pela ideia do “*paradigma de Wall Street*”, onde as “*funções de produção*” ou a “*esfera material de produção*” são descoladas⁵⁰ da dinâmica cotidiana da economia, sendo a evolução dos preços e do crédito fundamentais para a compreensão do sistema econômico.

Uma segunda divergência também existe na construção do instrumental de análise em ambos os autores. A escola *keynesiana* – e, portanto, Minsky – adota formalmente uma definição material de capital – exatamente aquela que Veblen critica –, porém Minsky assume a equivalência, sob o ponto de vista do homem de negócios, entre ativos materiais e imateriais, fato que se reflete em sua construção do processo decisório de alocação de portfólio dos agentes, nos quais ambos os ativos (materiais e imateriais) são considerados unicamente como originadores de fluxos de pagamentos monetários. Portanto, a visão final do processo decisório dos agentes é, novamente, bastante similar.

Em especial, a despeito das diferenças detalhadas nos dois últimos parágrafos, a visão central sobre o processo econômico, e, especificamente, a caracterização das unidades econômicas através de seus fluxos monetários de receita (entrada) e obrigações/capitalização (saída) é bastante similar. Neste ponto, inclusive, há certa complementaridade entre as duas visões: enquanto Veblen focaliza uma crise cujo estopim reside, principalmente, nas frustrações acerca da receita esperada ou do ativo dos agentes, Minsky elabora um relato pormenorizado dos determinantes financeiros da crise pelo lado dos fluxos de obrigações financeiras. Além disso, ambos autores dão grande peso ao ambiente expectacional como fator determinante tanto da etapa de prosperidade econômica do ciclo, quanto da crise de deflação dos ativos.

Além disso, apesar de tênue em alguns pontos, existe uma ligação suficientemente forte entre as duas abordagens para que a questão não passe despercebida. Em outras palavras, a despeito de partirem de fundamentos distintos, existe uma relação de compatibilidade e até mesmo complementaridade entre as posições sustentadas por Veblen e Minsky. A construção de um elo efetivo entre as duas abordagens se mostra tarefa demasiadamente grande para o escopo de uma monografia, porém, os elementos e pontos de fricção aqui identificados podem

⁵⁰ Os expedientes que levam a tal descolamento são substancialmente diferentes em ambos os autores, como demonstrado em III.2.1, mas o resultado final é suficientemente similar para levar-se adiante o argumento em curso.

ser considerados um ponto de partida para uma pesquisa sobre a construção de uma abordagem sintética entre a posição de ambos autores.

Portanto, o que se pretendeu ressaltar nesta monografia é que ambas as abordagens descrevem as crises como fenômenos endógenos à dinâmica capitalista, que surgem como um resultado da dinâmica dos negócios, sendo fenômenos umbilicalmente ligados à dinâmica monetária e/ou pecuniária. Argumenta-se, assim, que as crises devem ser efetivamente entendidas a partir de uma abordagem teórica heterodoxa, que rompa com as hipóteses clássicas e entenda a economia moderna como fundamentalmente determinada pela dinâmica mencionada.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKB - ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. Dossiê da Crise. 2008. Disponível em: < <http://www.akb.org.br/dossies.asp> >.

CRUZ, M. **The Essence of Veblen's Social and Economic Theory, His Archimedean Lever**: 53 p. 2007.

DILLARD, D. Money as an Institution of Capitalism. **Journal of Economic Issues**, v. 21, n. 4, 1987.

DUGGER, W. M. Veblen and Kropotkin on Human Evolution. **Journal of Economic Issues**, v. 18, n. 4, 1984.

HENRY, J. F. **Veblen, Minsky And Evolutionary Economics**. Minsky Summer Seminar. NY 2012.

KREGEL, J. Minsky's Cushions of Safety, Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market. **Public Policy Brief**, v. 93, 2008.

LOCKE, J. **Segundo Tratado do Governo Civil e Outros Escritos**. Petrópolis, RJ: Editora Vozes, 1994.

MARX, K. Division of the Profit into Interest and Profits of the Enterprise. The Interest Bearing Capital. In: ENGELS, F. (Ed.). **Capital, a Critique of Political Economy**. Chicago: Charles H. Kerr & Company, v.3, 1909. p.1048.

MINSKY, H. P. Financial Crisis, Financial Systems, and the Performance of the Economy. **Hyman P. Minsky Archive**, n. 272, 1960.

_____. The Financial Instability Hypothesis: An interpretation of Keynes and an Alternative to "Standard" Theory. **Challenge**, 1977.

_____. **Can "it" Happen Again?: Essays on Instability and Finance**. New York: M. E. Sharpe, 1984.

_____. The Financial Instability Hypothesis. 1992.

_____. Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies. **Journal of Economic Issues**, v. 30, n. 2, 1996.

_____. **John Maynard Keynes**: Mc Graw Hill 2008a.

_____. **Stabilizing an Unstable Economy**. McGraw-Hill, 2008b. ISBN 978-0-07-159299-4.

PAPADIMITRIOU, D. B.; WRAY, L. R. **Minsky's Analysis of Financial Capitalism**. The Levy Economics Institute. 1999

VEBLEN, T. B. The Instinct of Workmanship and the Irsomeness of Labor. **American Journal of Sociology**, v. 4, 1898.

_____. The Preconceptions of Economic Science. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 13, n. 2, p. 121-150, 1899.

_____. **The Theory of Business Enterprise**. New York, C. Scribner's Sons, 1904.

_____. Credit and Prices. **Journal of Political Economy**, v. 13, n. 3, 1905.

_____. On the nature of capital. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 22, n. 4, p. 517-542, 1908a.

_____. On the Nature of Capital: Investment, Intangible Assets, and the Pecuniary Magnate. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 23, n. 1, p. 104-136, 1908b.

_____. Professor Clark's Economics. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 22, n. 2, p. 147-195, 1908c.

_____. **The Theory of the Leisure Class**. Penguin Books, 1994.

WRAY, L. R. **Working Paper Collection**, v. 662, 2011.