

## **Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky\***

*Capital instability, uncertainty and the role of monetary authorities: a Minsky reading*

MARIA DE LOURDES ROLLEMBERG MOLLO\*\*

---

RESUMO: Este artigo é um estudo da ideia de instabilidade inerente ao capitalismo na concepção de Minsky. Começamos descrevendo como Minsky conecta a ideia de fragilidade e instabilidade financeira com a instabilidade do capitalismo. Em seguida, analisamos duas características importantes da explicação de Minsky sobre a tendência inerente da economia à fragilidade financeira e às crises. A primeira é o comportamento subjetivo dos agentes econômicos, dada a incerteza do mundo econômico. A segunda é o papel dos bancos e das autoridades monetárias quando a oferta de moeda é considerada, como aqui, endógena

PALAVRAS-CHAVE: História do pensamento econômico; Minsky; sistema financeiro; keynesianismo.

ABSTRACT: This paper is a study of the idea of the inherent instability of capitalism in Minsky's conception. We begin by describing how Minsky connects the idea of financial fragility and instability with the instability of capitalism. Then we analyze two important features of Minsky's explanation of the economy's inherent tendency toward financial fragility and crises. The first is the subjective behavior of the economic agents, given the uncertainty in the economic world. The second is the role of banks and monetary authorities when the money supply is considered, as here, endogenous.

KEYWORDS: History of economic thought; Minsky; financial system; Keynesianism.

JEL Classification: B22; B31; G01; P10.

---

Entre meados dos anos sessenta e meados dos anos setenta desenvolveu-se uma interpretação do pensamento de Keynes significativamente diferente da interpretação tradicional, esta última se constituindo na chamada síntese neoclássica, cujo marco foi o trabalho de Hicks (1937), conhecido como o modelo IS-LM.

---

\* Agradeço os comentários de Carole Biewener e Otávio Barros, a tradução realizada por Valéria Sanches e Carlos Thadeu de Oliveira e a bolsa do CNPq que financiou meus estudos em Paris. Como é de praxe, a responsabilidade das ideias aqui discutidas é inteiramente da autora.

\*\* Universidade de Brasília, UnB. – Brasília/ DF.

Esta nova interpretação do pensamento de Keynes acha-se ligada, entre outros, aos nomes de Weintraub (1966), Robinson (1971), Davidson (1972), Chick (1973), Kregel (1973) e Minsky (1975). Trata-se basicamente de uma interpretação que recupera o pensamento de Keynes no que se refere à integração da economia real com o sistema financeiro.

Hyman Minsky, escrevendo sobre Keynes em 1975, ressalta o efeito negativo da interpretação keynesiana tradicional sobre a obra de Keynes, efeito negativo este que tem a ver sobretudo com o fato de não contemplar corretamente o problema do financiamento capitalista, abortando consequentemente o caráter revolucionário da obra de Keynes.

Para Minsky, o pensamento de Keynes, integrando o real ao financeiro, é o que permite analisar uma economia capitalista onde Wall Street é um fato. Só esta integração permite apreender os problemas de instabilidade financeira, “um fator chave a ser explicado”. Para ele, “nenhuma teoria do comportamento de uma economia capitalista tem mérito, se explica a instabilidade como resultado seja de erros exógenos de política, seja de distorções institucionais que podem ser prontamente corrigidas” (Minsky, 1982a, p. 16). Ao contrário, “uma economia capitalista é instável devido a forças endógenas que refletem o processo de financiamento” (Minsky, 1980).

Assim, Minsky inicia uma série de trabalhos sobre a fragilidade e a instabilidade financeiras que, além da importância inegável de conterem uma notável descrição dos encadeamentos da crise financeira, são sempre evocados pela ideia de inerência da instabilidade no capitalismo.

Esta ideia de instabilidade que é inerente ao capitalismo, ao invés de ser resultado de acidente ou de erros de política econômica, explicita a grande diferença existente entre o pensamento pós-keynesiano e aquele dos keynesianos tradicionais e dos neoclássicos. Além disso, esta ideia de instabilidade inerente ao capitalismo levou alguns autores a aproximar o pensamento de Minsky ao de Marx. Nosso trabalho é uma análise de texto que procura justamente explorar esta ideia de inerência da instabilidade, investigando de onde ela vem no desenvolvimento do raciocínio de Minsky. Para tanto, destacaremos alguns fundamentos do pensamento pós-keynesiano que sustentam a ideia de endogeneidade ou inerência da instabilidade. Procuraremos então mostrar que alguns destes fundamentos analisados conjuntamente, numa leitura que procura verificar a origem da instabilidade do capitalismo, enfraquecem do ponto de vista analítico a ideia de inerência desta instabilidade. Esta análise se constitui numa crítica não dos fundamentos pós-keynesianos em si mesmos, que não pretendemos fazer aqui, mas da proposta de explicar a inerência da instabilidade a partir deles.

Na parte final do trabalho, apenas a título de sugestão para estudos futuros, indicaremos a relação entre o que consideramos insuficiências analíticas de Minsky e as definições de capital e moeda das quais ele parte. Infelizmente, as dimensões do artigo não permitem apresentar um tratamento alternativo da questão da inerência da instabilidade a partir de conceitos diferentes de capital e moeda, razão pela qual, repetimos, fica apenas a sugestão para trabalhos futuros.

## DA FRAGILIDADE E DA INSTABILIDADE FINANCEIRAS À INSTABILIDADE DO CAPITALISMO

Segundo Minsky, o capitalismo é instável devido à forma através da qual a atividade econômica é financiada. O financiamento afeta a economia capitalista através das posições em ativos de capital que devem ser financiadas, através da produção e da distribuição dos bens de consumo e de investimento, que também têm necessidade de financiamento, e, finalmente, porque as dívidas devem ser reembolsadas. Por outro lado, o sistema financeiro é, segundo Minsky, naturalmente instável e tende a se fragilizar à medida que a economia se desenvolve. Isto não se deve a acidentes nem a erros de política econômica, mas “resulta do funcionamento normal de nossa economia”.<sup>1</sup>

Da fragilidade e da instabilidade financeiras à instabilidade inerente ao capitalismo, vejamos como Minsky desenvolve o seu raciocínio.

O processo de investimento capitalista depende do alinhamento conveniente entre dois conjuntos de preços: o preço dos ativos de capital e o preço dos bens de investimento, cujos principais determinantes são diferentes.

“As preferências de portfólio e as ofertas relativas determinam os preços dos vários ativos de capital e financeiros, que diferem quanto aos seus rendimentos esperados, seus custos, e sua liquidez. A moeda é um ativo com rendimento próprio, custos e liquidez características, cujo preço é sempre unitário. O valor monetário dos outros ativos é determinado por suas características especiais e sua relativa escassez.

Assim, a moeda afeta diretamente o preço dos vários ativos de capital e financeiros – e não diretamente o preço do produto. O mais forte determinante do preço do produto é o salário nominal e, grosso modo, o peso da renda disponível advinda da atividade governamental e da produção de bens de investimento na renda disponível agregada. Desta forma, os mais próximos determinantes dos dois níveis de preços são muito distintos.” (Minsky, 1977, p. 141)

As determinações diferentes destes dois conjuntos de preços já fornecem por si mesmas a possibilidade de não-ocorrência de um alinhamento conveniente entre os dois, de forma a garantir o investimento. Entretanto, a preocupação fundamental de Minsky não está neste tipo de não-alinhamento, mas naquele que provém das condições financeiras.<sup>2</sup>

Uma vez que as posições em ativos de capital de um lado, bem como investi-

---

<sup>1</sup> Minsky, 1977, pp. 139.

<sup>2</sup> Embora esta definição de alinhamento de preços conveniente para garantir o investimento seja comparável à relação Q de Tobin, é justamente o tratamento dado por Minsky ao financiamento que lhe permite evitar a noção de equilíbrio de Tobin.

mentos em processo de gestação de outro são financiados na economia, as condições financeiras podem ser responsáveis pela não-ocorrência do alinhamento conveniente entre estes dois conjuntos de preços de maneira a garantir o investimento.

“Numa economia capitalista, preços, produto e emprego são determinados pela condição de que os lucros se igualam aos investimentos (considerando as modificações especificadas na equação generalizada do lucro). O investimento depende do que é financiado, o que, por sua vez, depende de um excesso do preço de demanda por investimento em relação ao preço de oferta da produção de bens de investimento. O preço de demanda por investimento é obtido a partir do mercado de ativos de capital. Este preço de mercado para os ativos de capital depende de relações que Keynes identificou sob a denominação de preferência pela liquidez, uma das quais é a estrutura de obrigações financeiras ‘aceitável’ para o financiamento de posições em ativos de capital. Quanto mais frouxas as limitações de fluxo de caixa embutidas nos balanços, considerando tudo o mais constante, tanto mais alto será o preço dos ativos de capital. O preço de oferta de produção de bens de investimento inclui custos financeiros durante os períodos de gestação e a margem de segurança dos banqueiros ao financiarem esses produtos.” (Minsky, 1982a, pp. 29-30)

Assim, “os termos nos quais os banqueiros (definidos de maneira ampla de modo a incluir banqueiros comerciais, de investimento e mercantis) financiam posições em ativos de capital e a produção de bens de investimento são determinantes críticos do comportamento do sistema”. (Minsky, 1982a, p. 30)

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

Uma vez que

“os lucros são determinados por investimentos, capacitam as empresas a honrar seus compromissos de pagamento sobre instrumentos financeiros e entram na formação da expectativa dos lucros futuros” (Minsky, 1982a, p. 19),

a existência de condições financeiras convenientes é básica para o bom funcionamento da economia.

Por outro lado, as condições financeiras são determinadas de maneira endó-

gena para os pós-keynesianos. A endogeneidade da oferta de meios de financiamento é descrita por Minsky através das inovações financeiras, que têm origem nas oportunidades de lucro quando estas se apresentam para os que tomam emprestado e para os que emprestam, ou quando se trata de uma reação às restrições estabelecidas pelas Autoridades Monetárias.

“ ... as oportunidades de lucro resultantes da tomada e concessão de empréstimos levam a inovações financeiras, das quais o crescimento e evolução de fundos nos mercados monetários nos últimos anos constituem excelente ilustração.” (Minsky, 1980, p. 509)

“A evolução e inovação financeiras são estimuladas pelos efeitos nas taxas de juros, provocados pelas ações restritivas das autoridades monetárias.” (Minsky, 1980, p. 511)

Ela é, por outro lado, definida como decorrente da interação entre os bancos e os clientes e da diversidade de instrumentos financeiros existentes. Quando a estrutura financeira é robusta, a interação entre os bancos e os clientes e a existência de uma grande diversidade de instrumentos financeiros permitem a substituição da moeda pelos ativos financeiros. É esta aquisição de ativos financeiros que vai permitir o financiamento do investimento.

“Tal crescimento endógeno de moeda e ativos líquidos eleva o preço dos ativos de capital em relação ao preço da moeda, dos ativos líquidos e do produto. O aumento do preço dos ativos de capital acentua as diferenças entre os preços desses ativos e os dos bens de investimento. Dada a robustez da estrutura financeira e a elasticidade dos financiamentos de curto prazo, o resultado é um aumento da taxa de investimento.” (Minsky, 1977, p. 146)

O funcionamento dos bancos, endividando-se a curto prazo junto ao público e emprestando a longo prazo, e a aquisição de ativos financeiros pelo público correspondem a um aumento endógeno de moeda e de ativos líquidos. Tal aumento provoca a elevação dos preços dos ativos de capital com relação à moeda, aos outros ativos líquidos e à produção corrente, levando ao aumento da taxa de investimento da economia.

Se, por um lado, as condições financeiras são determinantes no processo de investimento da economia e, por outro lado, elas são endógenas, é necessário primeiro compreender bem como estas condições tendem a evoluir e, depois disto, descrever o processo de deterioração de tais condições, se o que queremos é mostrar a instabilidade inerente ao funcionamento do sistema capitalista.

Segundo Minsky, há uma tendência na economia a desenvolver um sistema financeiro cada vez mais frágil. Assim, é necessário primeiro ver como Minsky define a fragilidade financeira e depois descrever tal processo de fragilização do sistema.

A fragilidade financeira é definida por Minsky quanto ao grau de prudência do endividamento das unidades econômicas que constituem uma sistema financeiro. Existem três tipos de unidades econômicas, segundo o grau de prudência do endividamento, seja por critérios de liquidez, ou de solvência. Em primeiro lugar, temos as unidades Hedge, onde o endividamento é tal que as entradas monetárias, provenientes dos rendimentos esperados, são superiores, em cada período significativo, às saídas monetárias em pagamento das dívidas. Neste caso, seja qual for a taxa de atualização, o valor do investimento líquido é positivo. Em segundo lugar, temos as unidades especulativas, onde as saídas monetárias em pagamento das dívidas são superiores às entradas monetárias esperadas em alguns curtos períodos, mas as unidades podem se refinar. O valor líquido do investimento pode, neste caso, tornar-se negativo, se a taxa de juros sobe muito. Finalmente, as unidades Ponzi são aquelas onde as saídas em pagamento dos juros da dívida são superiores às entradas monetárias esperadas, e o valor do investimento líquido é então negativo. Por outro lado, a definição das unidades econômicas segundo o grau de prudência do endividamento implica que a necessidade de liquidez das unidades Hedge é pequena e que quanto maior é o peso das unidades especulativas e Ponzi da economia, menor é a disponibilidade de liquidez em relação às suas necessidades operacionais.

Uma tal caracterização das unidades econômicas permite ver que, se as unidades Hedge são vulneráveis somente ao que acontece nos mercados específicos de seus produtos, o mesmo não ocorre com as unidades especulativas e Ponzi. Estas são vulneráveis ao que se passa nos mercados financeiros. Se a taxa de juros sobe, as unidades especulativas tentam se refinar e para isso vendem ativos. Isto faz baixar os preços dos ativos, levando outras unidades à necessidade de se refinar também, e, portanto, de venderem ativos e assim sucessivamente. O que se pode concluir de um tal processo é que quanto maior o peso das unidades especulativas na economia, mais rapidamente, e de forma mais ampla, um comportamento que tem como objetivo contrabalançar uma perturbação do funcionamento normal do sistema amplia tal perturbação ao invés de resolvê-la. Em outras palavras, quanto maior é a proporção das unidades especulativas e Ponzi na economia, tanto maior é a fragilidade financeira, porque mais suscetível a crises a estrutura financeira se torna. Pequenas mudanças nas variáveis financeiras podem ter um impacto negativo grande sobre a economia.

Se a estrutura financeira tende a se tornar frágil, é preciso ver como as unidades econômicas tornam-se cada vez mais especulativas. Uma vez que para Minsky isto se deve ao comportamento normal da economia, é necessário procurar o que explica, endogenamente, tal processo.

O investimento, como vimos, depende da diferença entre o preço dos ativos de capital ( $P_k$ ), que define o preço da demanda de investimento, e o preço dos bens de investimento ( $P_i$ ), que define a função de oferta do investimento bruto. Se  $P_k < P_i$  existe um estímulo à aquisição de um investimento. O investimento financiado por empréstimo, por outro lado, aumentará até o ponto onde  $P_k$ , reduzido para refletir o risco do tomador, encontra  $P_i$ , aumentado para refletir o risco do credor.

É preciso ver aqui que  $P_k$  e  $P_i$  já contêm elementos de incerteza, seja sob a forma do estado de previsões a longo prazo contidas nos lucros esperados, que intervêm sobre  $P_k$ , seja sob a forma de previsões a curto prazo que determinam  $P_i$ , seja, finalmente, sob a forma de antecipação dos riscos do credor e do tomador.

Este tipo de incerteza é o que está na base da subjetividade do comportamento dos agentes, da qual dependem, segundo Minsky, tanto o nível aceitável do endividamento para financiar o investimento, quanto as técnicas de financiamento aceitáveis.

“Fundamentalmente, enquanto as restrições através das próprias técnicas de produção podem definir conjuntos aceitáveis dessas técnicas, as técnicas aceitáveis de financiamento dependem das preferências subjetivas de banqueiros e homens de negócio, e de suas expectativas atuais quanto às perspectivas da economia.” (Minsky, 1977, p. 146).

Por outro lado, os preços dos ativos de capital dependem de condições financeiras adequadas para financiar posições nestes ativos de capital e da oferta de moeda, esta última definida como o ativo que fornece somente liquidez. As condições financeiras e a oferta de moeda são determinadas endogenamente e dependem “dentro de limites significativos” da interação entre os bancos e os clientes e dos instrumentos financeiros disponíveis.

As inovações financeiras provenientes da interação entre os bancos e os clientes e a diversidade de instrumentos financeiros que elas geram tendem a aumentar o nível “subjetivamente aceitável” do endividamento dos agentes no processo de investimento. Este aumento deve-se ao fato de que uma oferta crescente de meios de financiamento corresponde aqui a um aumento da quantidade de moeda que

“... determina o preço dos ativos de capital, para qualquer conjunto dado de expectativas com relação à receita financeira e ao estado de incerteza, porque afeta as condições financeiras das posições em ativos de capital...” (Minsky, 1980, p. 512).

Finalmente, é necessário dizer que os bancos são por natureza especulativos, obtendo lucro justamente através da concessão de empréstimos a longo prazo, na base de empréstimos de curto prazo (depósitos).

“Os bancos e outras instituições financeiras são mercadores de débitos. Comercializam seus débitos com detentores de ativos e financiam vários tipos de atividades. Saldos monetários ociosos ou excessivos nos portfólios constituem matéria-prima potencial para suas concessões de empréstimos. A troca do endividamento de longo prazo pelo de curto prazo no financiamento da posse de ativos e de investimentos em maturação constitui o mercado para esses empréstimos. Assim, os bancos e outras instituições financeiras são estimuladas a induzir financiamentos especulativos e Ponzi.” (Minsky, 1982a, p. 26)

Assim, os bancos e as instituições financeiras, cujos lucros dependem do fornecimento de empréstimos a longo prazo, na base de empréstimos a curto prazo, ou seja, no seio do processo de criação de meios de financiamento, aumentam os meios de financiamento da economia. Fazendo isto, aumentam os investimentos financiados por empréstimos, já que o nível “subjetivamente aceitável” de se endividar para investir se eleva. Maior é então a quantidade de investimento financiado por empréstimo, maior é o peso do endividamento na economia e mais frágil se torna a estrutura financeira.

“... a estrutura financeira se torna mais suscetível a crises mesmo porque os banqueiros e homens de negócio extrapolam o êxito no cumprimento das obrigações financeiras e reduzem a proteção contra a crise financeira.” (Minsky, 1982a, p. 26)

Até aqui o raciocínio de Minsky mostra que existe uma tendência a investir cada vez mais na economia, que este investimento é cada vez mais financiado por empréstimo, e que isto implica numa maior suscetibilidade às crises financeiras. Qualquer problema na cadeia de financiamento se espalhará por toda a economia.

Por outro lado, esta maior suscetibilidade da economia nada mais é do que a consequência, em primeiro lugar, da subjetividade dos empresários e dos bancos, sobre o nível aceitável de endividamento. Em segundo lugar, da endogeneidade da oferta de moeda, problemática porque nas mãos dos bancos, cuja própria natureza é especulativa, e lucram através da concessão de financiamento.

A subjetividade dos agentes e a endogeneidade da oferta de meios de financiamento puderam explicar a tendência “para cima” da economia capitalista e a tendência a um comportamento cada vez mais especulativo dos agentes, levando à fragilização do sistema. Entretanto, a oferta de moeda é entendida como endógena e, segundo Minsky, garante o processo de investimento, que determina os lucros, que finalmente permitem os pagamentos das dívidas e entram na determinação das previsões a propósito de lucros futuros, influenciando, portanto, nas novas decisões de investimento.<sup>3</sup> A fragilidade financeira só se transforma em instabilidade, neste raciocínio, se algo ocorrer que altere as condições de financiamento. Só então é possível pensar em mudanças nas taxas de capitalização, nos pagamentos dos compromissos assumidos e nos fluxos de caixa que afetem negativamente a capacidade das unidades econômicas de fazer face aos compromissos financeiros, o que, encontrando uma estrutura financeira frágil, se alastra rapidamente e de forma geral, levando à crise. Se não houver alteração nas condições de financiamento, os investimentos estarão garantidos e gerarão lucros que garantirão, por um lado, que as condições de financiamento permanecerão favoráveis, porque os compromissos anteriores puderam ser saldados. Por outro, garantirão também novas decisões de investimento, porque estas dependem dos lucros obtidos no passado. Assim, é ne-

---

<sup>3</sup> Minsky (1982a), p. 19.



cessário ver de onde vem a primeira perturbação que desencadeia a crise financeira e garante a instabilidade do capitalismo. Esta perturbação não pode ser exógena, porque para Minsky a instabilidade do capitalismo decorre de forças endógenas, e por isto é concebida como inerente.

Tal perturbação, segundo Minsky, não pode vir de um problema de demanda efetiva. Isto pode ser visto na própria definição de unidade Hedge, que no seu entender não apresenta problemas de instabilidade. Se a demanda efetiva contasse para Minsky para explicar a instabilidade, as unidades Hedge, num enfoque keynesiano, trariam um maior grau de instabilidade, porque se endividando pouco elas investiriam também pouco, e o investimento que faltaria, na ausência de endividamento, responderia por uma demanda efetiva mais fraca e, portanto, por uma maior instabilidade.<sup>4</sup>

O próprio Minsky parece negar esta possibilidade em um trabalho mais antigo.

“Se, além disso, admitirmos que um rápido crescimento sustentado não será tolhido por qualquer ... deficiência de demanda, temos que concluir que, para que esse rápido crescimento sustentado seja interrompido, deve sê-lo necessariamente através da crise financeira.”<sup>5</sup> (Minsky, 1964, p. 175)

Segundo ele, são as altas taxas de juros que fragilizam o sistema financeiro e provocam a crise financeira. Elas crescem num período de “boom” de investimento, quando a demanda de financiamento se torna cada vez maior.

“O seu ponto mais alto, antes da queda, é completamente endógeno se aceitarmos que as taxas de juros sobem em uma situação de investimento acelerado, e que o funcionamento perfeito da economia induz tanto os banqueiros quanto seus clientes, em busca do lucro, a fazer experiências com esquemas financeiros especulativos ...”<sup>6</sup>(Minsky, 1979, pp. 44-45)

O problema para Minsky nada mais é do que um problema de demanda de meios de financiamento cada vez maior frente a uma oferta inelástica de financiamento.

“Uma vez que as decisões de investir geram uma seqüência de demandas por investimento, um período de comportamento tranquilo leva a um

---

<sup>4</sup> Davidson, P. *Money and the Real World*, Macmillan, Londres, 1978, citado por Lavoie M., “Loi de Minsky et Entropie”, *Economie Appliquée*, tomo XXXVI, n. 2-3, pp. 299

<sup>5</sup> Minsky, “Financial Crisis, Financial Systems, and the Performance of the Economy”, in *Comission of Money and Credit Private Capital Markets*, Prentice-Hall, Edgewood Cliffs, 1964, citado. por Lavoie, op. cit.

<sup>6</sup> Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Process and the Behavior of the Economy”, Documento de trabalho Confederazioni Generale della Industria Italiana, maio 1979, pp. 9, citado por Lavoie, op. cit. p. 304.

aumento da demanda inelástica pela produção de bens de investimento. Dada essa inelasticidade, qualquer inelasticidade que se apresente na oferta de financiamento acarretará uma rápida alta da taxa de juros.” (Minsky, 1980, p. 517).

Mas de onde pode vir uma tal inelasticidade da oferta de meios de financiamento, que nada mais é do que a perturbação inicial que provoca a instabilidade do sistema financeiro e a crise financeira, através da alta das taxas de juros?

A isto Minsky responde:

“Quer como resultado da tentativa do banco central em reduzir a disponibilidade de financiamento pelos bancos, quer pela razão de que a velocidade da demanda por financiamento ultrapassa a sua disponibilidade, o aumento dos investimentos em curso provocará a alta da taxa de juros”. (Minsky, 1980, p. 517).

Ou então:

“A única forma de impedir a elevação da taxa de juros durante um período de investimento acelerado é através da oferta infinitamente elástica de financiamento – o que implica ou na ocorrência de um caudal de inovações financeiras, ou na oferta, pelo banco central (ou melhor, pelo banco central do mundo), de depósitos aos bancos em quantidade ilimitada”.<sup>7</sup>

É necessária uma oferta de meios de financiamento elástica; a oferta de meios de financiamento é endógena, e nós somos levados, novamente, à subjetividade do comportamento dos agentes, para explicar a instabilidade da oferta de meios de financiamento, quando esta inelasticidade não se deve a restrições colocadas pelas Autoridades Monetárias.

“As estruturas de obrigações usadas para financiar posições em ativos de capital refletem visões subjetivas quanto -à mudança aceitável de liquidez em curso. A preferência essencial por liquidez em uma economia capitalista é aquela dos banqueiros e homens de negócios, e o fenômeno observável, a indicar o estado da preferência por liquidez, são as tendências dos balanços das empresas e bancos.” (Minsky, 1980, p. 508)

Por outro lado, nós somos levados também ao papel das Autoridades Monetárias, vistas como um agente operando no interior do sistema, ou seja, endógeno.

A subjetividade do comportamento dos agentes será, portanto, o assunto a ser

---

<sup>7</sup> Minsky, “The Financial. . . , Capitalist Process and the Behavior of the Economy”, op. cit., p.45, citado por Lavoie, M., op. cit, p. 307.

analisado na segunda parte deste trabalho, e o papel das Autoridades Monetárias, o da terceira.

## A SUBJETIVIDADE DO COMPORTAMENTO DOS AGENTES

De onde vem a subjetividade do comportamento dos agentes em Minsky, é a questão à qual pretendemos responder nesta parte do trabalho.

“Uma economia com débitos privados é especialmente vulnerável a mudanças no ritmo de investimento, uma vez que o investimento determina não só a demanda agregada como também a viabilidade da estrutura dos débitos. A instabilidade duma economia desse tipo resulta da natureza subjetiva das expectativas quanto ao rumo futuro do investimento, e da determinação, também subjetiva, feita pelos banqueiros e seus clientes, da estrutura de obrigações apropriada para o financiamento de posições em diferentes tipos de ativos de capital. Num mundo acostumado aos hábitos financeiros capitalistas, a incerteza – no sentido que lhe é dado por Keynes – é a principal determinante da evolução da renda e do emprego.” (Minsky, 1982b).

A subjetividade do comportamento dos agentes deve-se à incerteza. Esta é uma consequência, para Minsky, de dois fatores: do problema do tempo, nas perspectivas sobre o futuro, e da descentralização das decisões econômicas.

Quanto ao primeiro problema, Minsky diz:

“Para Keynes, vivemos em um mundo ... no qual as mudanças de opinião quanto ao futuro são capazes de influenciar a quantidade de emprego”.

“Em Keynes, ‘tempo’ tem o significado de tempo gregoriano, e o futuro é sempre incerto”. (Minsky, 1982b, p. 62)

Sobre a segunda razão da incerteza, Minsky diz:

“O dilema fundamental da organização econômica consiste em como preservar a vitalidade e a resiliência das decisões descentralizadas, evitando a instabilidade que acompanha a descentralização dos mercados”. (Minsky, 1980, p. 520)

Na presença da incerteza, o comportamento dos agentes é subjetivo. Assim, a mesma subjetividade do comportamento dos bancos e das empresas que os leva a um endividamento maior a curto prazo, quando as coisas vão bem na economia e quando a estrutura financeira é robusta, se encontra nos bancos e no público, quando os primeiros, antecipando que o risco de emprestar tornou-se grande, restringem as condições de financiamento, e quando o público não se decide a comprar ativos financeiros menos líquidos e não liberam então a moeda.

O tratamento da incerteza keynesiana, que está na base do raciocínio de Minsky sobre a subjetividade dos agentes, merece ser analisado agora mais de perto.

Para Keynes, a incerteza vem também da noção de tempo, através dos rendimentos antecipados, e dos mercados descentralizados, a partir da separação entre as decisões de ganhar dinheiro e de gastá-lo.

“O erro de considerar a eficiência marginal do capital principalmente em função da retribuição corrente do equipamento produtor, o que só seria correto numa economia estática onde nenhuma mudança futura pudesse influir sobre o presente, teve como resultado a ruptura do elo teórico entre o hoje e o amanhã. Já a taxa de juros é, virtualmente, um fenômeno corrente; se reduzirmos a eficiência marginal do capital ao mesmo status, renunciamos a fazer intervir diretamente a influência do futuro na análise do equilíbrio presente.” (Keynes, 1970, p. 144)

Esta incerteza, segundo Keynes, está na base, por um lado, das decisões de investimento e, por outro, da preferência pela liquidez.

Como diz Vicarelli:

“É a incerteza que domina as decisões de investimento e afasta a clássica identificação do processo de acumulação do capital com a expansão da poupança. Keynes a substitui por uma função comportamental que tem no ‘espírito animal’ sua força motriz. Simultaneamente, entretanto, a incerteza a respeito do futuro compele os indivíduos a procurar uma barreira protetora de ‘liquidez’ que forma a base da função de demanda por moeda” (1984).

É este duplo aspecto da incerteza o que vai permitir que Keynes analise a especulação no desenvolvimento dos mercados financeiros como tendo vantagens e como colocando novos problemas, através da distinção entre o comportamento do empresário e do especulador.

“Noutros tempos, quando as empresas pertenciam quase todas aos que as tinham fundado ou aos seus amigos e associados, o investimento dependia de haver suficientes indivíduos de temperamento sanguíneo e impulsos construtivos que empreendessem negócios como uma forma de viver, sem realmente se basearem em cálculos precisos de lucros prováveis.” (Keynes, 1970, p. 147)

“A separação entre a propriedade e a gestão do capital, que prevalece atualmente, bem como o desenvolvimento de mercados financeiros organizados, fizeram intervir um novo fator de grande importância, que às vezes facilita o investimento, mas também por vezes contribui para agravar a instabilidade do sistema.” (Keynes, 1970, p. 148)

“As reavaliações diárias da bolsa de valores, embora se destinem principalmente a facilitar a transferência de investimentos passados entre indivíduos, exercem inevitavelmente uma influência decisiva sobre o montante do investimento corrente. Com efeito seria absurdo criar uma empresa nova de certo custo, podendo-se adquirir outra idêntica por um preço menor, ao passo que há um incentivo para empenhar em nova transação, o que poderia parecer uma soma extravagante, se essa transação pode ser liquidada na bolsa de valores com um lucro imediato. Desse modo, certas categorias de investimentos são menos governadas pelas previsões genuínas dos empresários profissionais do que pela previsão média dos que operam na bolsa de valores, tal como se manifesta no preço das ações.” (Keynes, 1970, pp. 148-149)

Keynes mostra como o desenvolvimento dos mercados financeiros pode facilitar o investimento, sobretudo ampliando a liquidez das operações<sup>8</sup>, mas ao mesmo tempo ele mostra o problema envolvido no caráter especulativo dos mercados financeiros.

As previsões médias dos que operam na bolsa são o resultado do comportamento do investidor profissional e do especulador que não estão preocupados “... com o que realmente significa um valor de investimento para o homem que o comprou ‘para o conservar’, mas com o valor que lhe atribuirá o mercado dentro de três meses ou um ano ...” (Keynes, 1970, p. 152).

Dada a natureza destes investidores profissionais e especuladores, seus comportamentos implicam em empregar suas inteligências “em antecipar o que a opinião geral espera que seja a opinião geral...” (Keynes, 1970, p. 153).

Assim, “a situação torna-se séria quando o empreendimento se converte em borbulha no turbilhão especulativo. Quando o desenvolvimento do capital num país se converte em subproduto das atividades de um cassino, arrisca-se a produzir em condições defeituosas” (Keynes, 1970, p. 156).

Keynes, entretanto, não acreditava que a especulação pudesse sempre prevalecer sobre a empresa e dizia que “além da causa devida à especulação, a instabilidade econômica encontra outra causa, esta inerente à natureza humana, no fato de que grande parte das nossas atividades positivas depende mais do otimismo espontâneo que de uma previsão matemática, seja moral, hedonista ou econômica” (Keynes, 1970, p. 158), observando a importância dos “espíritos animais” para a sociedade.

“Porém a iniciativa individual somente será adequada quando a previsão racional for secundada e sustentada pela energia animal, de tal maneira que a ideia dos prejuízos finais, que frequentemente desanima os pionei-

---

<sup>8</sup> Keynes, op. cit. pp. 150: “Deste modo o investimento torna-se razoavelmente ‘seguro’ para o investidor individual ... os investimentos que são ‘fixos’ para a comunidade, tornam-se ‘líquidos’ para o indivíduo”.

ros, como a experiência nos prova e a eles, é repelida do mesmo modo que o homem cheio de saúde repele a sua probabilidade de morte.” (Keynes, 1970, p. 158).

Minsky, por sua vez, percebe as vantagens dos mercados financeiros, deslocando a incerteza que decorre do futuro desconhecido e ligando o passado ao futuro.

“As visões correntes sobre os lucros futuros ajudam a determinar os valores correntes dos ativos de capital e as decisões de investir ... Mas o investimento requer financiamento. Então os termos em que o financiamento se encontra disponível agora e que se espera sejam disponíveis no futuro determinam o investimento.” (Minsky, 1982, p. 13)

“Uma abordagem de fluxo de caixa para a teoria econômica ajuda a decifrar alguns problemas associados com o tempo.” (Minsky, 1982a, p. 19).

Ele vê também que as condições de financiamento, deslocando a incerteza, podem aumentar o nível “subjetivamente aceitável” do endividamento dos agentes, e, assim, o caráter especulativo da economia.

Partindo de Wall Street como um dado de uma economia onde os mercados financeiros são responsáveis pelos preços dos ativos de capital, pelo financiamento dos investimentos e pelo pagamento das dívidas, ao lado do lucro como o objetivo dos agentes econômicos, Minsky vê, no financiamento, o óleo que mantém e impulsiona a engrenagem do sistema. O financiamento liga o passado ao futuro e desloca a incerteza. Ele pode então deixar de lado os “espíritos animais” de Keynes e dizer que, se há meios de financiamento suficientes, a decisão de investimento estará garantida.

Mostrando que a criação de meios de financiamento é endógena e que ela pode aumentar o caráter especulativo das unidades econômicas, Minsky desloca sua análise para a psicologia coletiva dos mercados financeiros. Aí reina a incerteza, que está na base da subjetividade do comportamento dos agentes quando eles se endividam mais, e também quando os meios de financiamento são criados pelos agentes endógenos.

A possibilidade de meios de financiamento garante o investimento, deslocando a incerteza, mas, ao mesmo tempo, o caráter endógeno da criação de moeda não fornece a medida adequada dos meios de financiamento, o que leva à tendência especulativa da economia.

Assim, a especulação é também a consequência da criação endógena de moeda – quando esta permite um alinhamento conveniente dos preços ativos de capital em relação aos preços de bens de investimento – que estimula o investimento financiado por empréstimo.

A criação endógena de moeda, por sua vez, ainda que baseada numa certa objetividade fornecida pelo risco do credor “em parte um fenômeno objetivo sob a forma de taxas de juros e contratos de provisões” (Minsky, 1980, p. 514) e pela própria natureza do sistema bancário, cujos lucros dependem de conceder emprés-

timos e que tem então interesse “em induzir financiamentos especulativos e Ponzi” (Minsky, 1982a), dependem também da subjetividade dos bancos, quando estes não conseguem avaliar bem o nível aceitável do endividamento. Finalmente, nós temos também a subjetividade do público, quando este, apoiado sobre as perspectivas quanto ao futuro, não se decide a comprar os ativos financeiros e permitir a criação de moeda.

A incerteza, derivada do futuro desconhecido e das decisões descentralizadas dos agentes, está na base do comportamento subjetivo dos mesmos. Ela pode ser deslocada pelas condições do financiamento, mas os meios de financiamento criados endogenamente incorporam a subjetividade dos agentes responsáveis por sua criação e podem implicar na especulação.

Na nossa opinião existe aqui um resíduo não explicado. As condições de financiamento para Minsky parecem decorrer simplesmente das decisões dos agentes, estas subjetivas. Desta forma, parecem completamente autônomas em relação à produção, ou pelo menos intervindo sobre a produção somente para garantir a decisão de investir.

“A expectativa de lucro, indutor da criação de débitos, e a realização de lucro, que leva a uma validação do débito, tornam-se o centro de atenção da teoria monetária”. (Minsky, 1980, p. 506).

Mas para ele os lucros esperados, que induzem ao endividamento, são determinados pelas condições de financiamento, que ao mesmo tempo, ao determinar o investimento, garantem a realização dos lucros. O processo começa com a quantidade de moeda que determina o nível de preços dos ativos de capital para qualquer conjunto de antecipações e qualquer estado de incerteza. Os termos nos quais o financiamento encontra-se disponível hoje e aqueles que esperamos estejam disponíveis, determinam o investimento. Finalmente, os investimentos determinam os lucros que vão ser responsáveis pelo pagamento das dívidas e pelas novas decisões de investimento.

Como “a oferta de financiamento bancário é dentro de limites significativos determinada pela interação dos bancos com seus clientes” (Minsky, 1980, p. 512), e como a oferta de financiamento e a existência de uma grande variedade de meios de financiamento correspondem a um aumento endógeno de moeda e de ativos líquidos, é preciso ver se os problemas estão nos limites significativos mencionados acima. Trata-se então de examinar o papel dos bancos, das instituições financeiras e das autoridades monetárias na criação endógena de meios de financiamento.

Isto nós faremos na próxima parte deste trabalho, tentando verificar se a maneira pela qual a moeda é criada endogenamente nos fornece uma melhor explicação para a inerência da instabilidade. Ou se nós ficaremos com a subjetividade do comportamento dos agentes para explicar seja a criação de moeda, que ultrapassa os limites aceitáveis, seja a não criação, que coloca problemas ao investimento.

Antes de acabar esta parte, entretanto, é preciso dizer que nós pensamos que a subjetividade do comportamento dos agentes é, no mínimo, uma resposta insu-

ficiente para explicar a instabilidade do capitalismo. A subjetividade é algo inerente ao capitalismo, em virtude da incerteza que banha a economia. Ela permite que as expectativas dos empresários e dos bancos se modifiquem, provocando mudanças nas condições de financiamento e então gerando a primeira perturbação que, dada uma situação de fragilidade, permite que a instabilidade se verifique. Mas é preciso algo mais para que a mera subjetividade dos agentes se coloque como razão inerente da instabilidade. É preciso explicar por que a subjetividade dos bancos é diferente da dos empresários, quando os primeiros não sancionam as expectativas otimistas dos segundos. Sendo os bancos responsáveis pela criação de meios de financiamento, e as condições favoráveis de financiamento responsáveis pelos investimentos e pelos lucros, por que os bancos não fornecem condições de financiamento favoráveis de forma a permitir a continuação da cadeia boas condições de financiamento – decisões de investir – lucros – financiamento validado e novas decisões de investimento?

É curioso notar que este tipo de problema é identificado pelo próprio Minsky ao se referir ao caso mais simples analisado por Kalecki. Ele diz a este respeito que “quando os lucros brutos agregados igualam o investimento agregado, a queda dos lucros realizados abaixo dos lucros antecipados requer uma queda logicamente anterior do investimento. Isto deixa essencialmente inexplicável a origem das crises financeiras e depressões profundas, porque é o declínio do investimento que tem que ser explicado” (Minsky, 1982a, p. 25). Ora, colocando o financiamento como condição do investimento, e tratando paralelamente a oferta de financiamento como endógena, Minsky deixa inexplicada a origem da falta de financiamento, ou apoia toda sua argumentação na subjetividade dos agentes e, mais que isto, na diferença entre as subjetividades dos bancos e dos empresários. Retomaremos ainda esta discussão na quarta parte, onde tentaremos mostrar que são as próprias noções de capital e de moeda em Minsky que o levam a ficar com a subjetividade dos agentes como a principal resposta, até aqui, para a inerência da instabilidade no capitalismo.

## A ENDOGENEIDADE DA OFERTA DE MOEDA

Para Minsky, como para os pós-keynesianos, a oferta de moeda é endógena e depende da articulação entre os bancos e os clientes e da variedade de instrumentos financeiros existentes. Entretanto, o papel das autoridades monetárias parece dar uma certa ambiguidade a esta endogeneidade. As Autoridades Monetárias podem conter a criação monetária dos bancos através da exigência de reservas, mas as restrições colocadas por estas podem ser contrabalançadas pelas inovações financeiras. As autoridades monetárias não podem então controlar a criação monetária decorrente das inovações financeiras, mas podem abordar as crises financeiras ampliando a liquidez da economia. As Autoridades Monetárias podem controlar a criação monetária pelo sistema bancário, mas são levadas a não fazê-lo e, ao con-



trário, a sancionar a criação monetária pelos bancos, ou devem aceitar a crise financeira.<sup>9</sup>

Esta ambiguidade é decorrente da posição hierarquicamente superior das autoridades monetárias. Tal posição superior deve-se ao papel desempenhado pela moeda criada pelo Banco Central na definição de moeda de Minsky. Vejamos por quê.

“Sempre que a oferta monetária consistir de instrumentos que diferem entre si quanto às suas características de retorno e risco, tornam-se possíveis corridas nas quais os detentores de um tipo de moeda tentam mudar rapidamente para outro tipo. Caso não haja condições de oferta da moeda desejada às instituições que têm o tipo indesejado de moeda como passivo, essa corrida pode ter consequências desastrosas.” (Minsky, 1980, p. 510).

Por outro lado, quanto maior é o peso das unidades especulativas na economia, maior é a necessidade de liquidez.

“As unidades financeiras especulativas tendem a reter moeda como garantia contra falhas de refinanciamento.” (Minsky, 1982a, p. 22)

“O deslocamento do sistema financeiro de uma estrutura inóspita à crise financeira para uma outra que a abrigue, tem duas características: uma é o crescente peso de finanças especulativas; a segunda é uma maior dependência dos bancos, instituições financeiras e empresários de sua habilidade em fazer posições pela venda de obrigações e não em fazê-las pelo uso de moeda ou ativos líquidos e garantidos.” (Minsky, 1982a, p. 31)

Assim, os bancos podem criar meios de financiamento na base de *operações com uma* diversidade de obrigações. Entretanto, “alguns ativos e obrigações não são bons geradores de liquidez por iniciativa dos gerentes financeiros” (Minsky, 1982a, p. 31).

Existe então uma característica da moeda criada pelo Banco Central e da moeda bancária, que as tornam diferentes das outras: o maior grau de liquidez. Uma vez que as autoridades monetárias emitem moeda e validam a moeda bancária, elas têm já por esta razão, uma posição hierarquicamente superior e a moeda criada pelas AM tem uma característica especial.

A maior liquidez destas moedas torna-as indispensáveis para abortar as crises financeiras. Se as inovações financeiras conseguem fazer “a taxa de aumento das atividades financiadas superior à taxa de aumento das obrigações dos bancos comerciais, que absorvem reservas bancárias”, e aumentam a velocidade de circulação da moeda, esses papéis são limitados “pelo efeito dos compromissos em moeda

---

<sup>9</sup> A eficácia das AM embute uma certa assimetria: ela parece ser mais segura, para Minsky, quando se trata de ampliar a liquidez do sistema e mais limitada quando se trata de contraí-la.

devidos aos incrementos de financiamento sobre as relações de fluxo de caixa das várias combinações entre obrigações e direitos” (Minsky, 1980, p. 511).

Nós retomamos assim a preferência pela liquidez que está contida nas condições financeiras, quando o movimento “para cima” da economia, descrito na parte anterior deste trabalho, implica num endividamento cada vez maior a curto prazo, exigindo cada vez mais pagamentos líquidos e, portanto, maior quantidade de moeda criada pelos bancos e validada pelas autoridades monetárias.

É esta necessidade de pagamento cada vez mais a curto prazo que parece estar na base da impotência da criação endógena de moeda para continuar a validar a cadeia financiamento-investimento-lucro-financiamento validado (através dos pagamentos das dívidas), se as autoridades monetárias não sancionarem, em última instância, a criação de moeda pelos bancos. Ao mesmo tempo, as autoridades monetárias são levadas a fazê-lo, ou a crise financeira estoura.

“Quando a estrutura financeira é frágil, as responsabilidades de prestador de última instância tornam-se importantes e devem ser dominantes na determinação das ações do ‘Federal Reserve’.” (Minsky, 1977, p. 152)

Os encadeamentos que levam a economia a uma estrutura financeira especulativa, como vimos, decorrem da subjetividade dos agentes, através do endividamento cada vez maior a curto prazo para financiar as posições a longo prazo. A criação monetária, apoiada na própria natureza especulativa dos bancos, e na subjetividade destes a propósito do nível aceitável do endividamento, é também responsável pelo caráter especulativo e frágil do sistema financeiro. A importância dos bancos para continuar a criar o ativo mais líquido, enquanto consequência de uma restrição do público em adquirir ativos financeiros menos líquidos e liberar então a moeda, decorre também de um comportamento subjetivo sobre o que se espera no futuro. Dada a fragilidade financeira, as autoridades monetárias não podem negar sua função de prestador em última instância, se elas querem impedir ou abortar a crise financeira. Esta é a primeira razão para a posição hierarquicamente superior das AM.

“Podem ser identificados três aspectos na função de prestador de última instância. Um deles é a provisão de fundos ao mercado monetário quando a atividade de formação de posições leva a uma brusca queda no preço (ou um súbito aumento na taxa de juros) dos instrumentos de formação dessas posições. O segundo é a reestruturação financeira das várias organizações no período pós-crise, de modo a reduzir o peso das finanças especulativas e das Ponzi. O terceiro é dirigir a evolução do sistema financeiro de modo que o banco central permaneça em contato com os mercados de formação de posições, fazendo com que o peso das finanças especulativas e das Ponzi seja restringido.” (Minsky, 1982a, p. 35)

A segunda razão, segundo Minsky, é então que as Autoridades Monetárias podem controlar o sistema financeiro, impedir que ele se torne especulativo e abor-

tar a crise financeira. É preciso, entretanto, lembrar que, como vimos na parte precedente, o que estava na base do caráter especulativo, para o qual tendia a economia, era a subjetividade dos agentes, esta última proveniente da incerteza que banha a economia e da natureza do sistema bancário especulativo -.

A posição das Autoridades Monetárias, nessas proposições de Minsky, parece então conter a ideia de uma maior certeza das autoridades monetárias para evitar a tendência à especulação. Se a ideia de centralização das informações, através do controle das autoridades monetárias, pode reduzir a incerteza que decorre das decisões descentralizadas dos agentes, nós não vemos como a incerteza que se deve ao tempo e ao futuro desconhecido possa ser reduzida.

Por outro lado, a ideia de autoridade monetária endógena, ainda que hierarquicamente superior, ao lado da ideia de instabilidade do capitalismo que lhe é inerente porque é baseada nos comportamentos dos agentes que operam no interior do sistema, enfraquece, enormemente, a ideia de inerência da instabilidade do capitalismo em Minsky. Isto porque a noção de inerência da fragilidade e da instabilidade financeiras em Minsky se apoia fundamentalmente na própria lógica do comportamento dos agentes no interior da economia. Assim é que os empresários e os bancos, a partir de uma visão subjetiva do futuro, desencadeiam os mecanismos que conduzem ao mesmo tempo à fragilidade e à crise financeira. Mas se as autoridades monetárias são também vistas como um agente operando no interior do sistema, e se a função de emprestador em última instância pode impedir às unidades especulativas de se tornarem Ponzi, a noção de inerência da crise é enfraquecida do ponto de vista teórico. Existe sempre a possibilidade de um comportamento também endógeno, ou seja, também inerente ao funcionamento do sistema, que venha a opor-se ou a impedir que os encadeamentos da crise se desenrolem.

Por outro lado, se Minsky vê bem o que está na própria natureza do sistema bancário, de obter lucro através da criação endógena de moeda e de ser, portanto, responsável pelo comportamento “para cima” da economia, dois pontos ficam, na nossa opinião, pouco explicados em sua análise. De um lado os impulsos vindos da produção, que além da subjetividade dos tomadores, os levam a se endividar mais. De outro lado, o que freia os bancos no processo de conceder mais empréstimos, parece ser sobretudo as restrições ao aumento de liquidez colocadas pelas autoridades monetárias, ou a resistência do público em comprar ativos financeiros menos líquidos e liberar então a moeda, ao invés dos problemas da produção que, não estando validada em algum lugar, não permite o pagamento de algumas dívidas e desencadeia o processo de fragilização financeira.

Assim, ainda que ele próprio veja o resultado da oferta ilimitada de moeda, a inflação, ela é vista como um problema menor, um melhor resultado que a deflação, ou uma inflação tolerável, sem que sejam introduzidos na análise de um lado os limites impostos pela própria inflação ao investimento, e, de outro, os limites da tolerabilidade da inflação.

“Tão logo os financiamentos Ponzi tornem-se parcela significativa da estrutura financeira, estaremos ou entrando em uma deflação de débitos

acompanhada de grave depressão, ou nos desfazemos do débito através da geração de aumentos significativos nos fluxos de caixa esperados, advindos dos ativos de capital em operação, aumentos esses possíveis somente através de inflação.” (Minsky, 1977, p. 151) ·

“Para que a taxa de juros não suba durante um período de investimento acelerado, a oferta de financiamento deve ser infinitamente elástica, o que implica ou na ocorrência de um caudal de inovações financeiras (Minsky, 1975a) ou na oferta, pelo banco central, de reservas em quantidades ilimitadas. Porém isso implica, por sua vez, no crescimento constante da proporção de investimento no produto, e que uma inflação acelerada é tolerável.” (Minsky, 1982a, p. 33)

Estes problemas, na nossa opinião, devem-se à relação entre estrutura financeira e estrutura produtiva estabelecida sobretudo na base do caráter intertemporal da atividade econômica. Isto decorre das noções de capital e moeda das quais Minsky parte, como veremos na próxima parte deste trabalho, dedicada às conclusões.

## OBSERVAÇÕES FINAIS E CONCLUSÕES

A análise precedente nos permitiu observar que na inerência da instabilidade financeira, responsável, no raciocínio de Minsky, pela instabilidade do capitalismo, desempenham papéis importantes a subjetividade do comportamento dos agentes econômicos e a endogeneidade da criação de moeda. Esta última envolve fatores objetivos, como a natureza especulativa dos bancos, mas também se acha submetida à subjetividade destes últimos, e depende de maneira especial do papel hierarquicamente superior das autoridades monetárias.

Esta leitura de Minsky nos permitiu ver como pontos fortes de seus trabalhos, os encadeamentos através dos quais ele descreve a tendência “para cima” da economia e o processo de fragilização do sistema financeiro. O que nos parece problemático, nesta parte da análise, é a ausência de uma articulação adequada entre produção e financiamento, permitindo observar os impulsos vindos da produção, que por um lado explicam o desenvolvimento do sistema financeiro, mas por outro impõem limites a tal desenvolvimento. Esta articulação é importante, sobretudo porque lhe permitiria perceber, além da subjetividade dos agentes, os fatores objetivos que estão na base da crise financeira.

Por outro lado, a análise de Minsky a propósito das necessidades de maior liquidez, uma vez desenvolvido o caráter especulativo da economia, é o segundo ponto forte de seus trabalhos. Aqui, entretanto, o que na nossa opinião lhe falta é uma melhor definição dos “limites significativos” aos quais ele se refere quando trata da criação endógena de moeda, através da interação entre os bancos e os clientes por meio das inovações financeiras. Estes limites parecem conter uma noção de qualidade diferente das moedas que podem ser criadas endogenamente, segundo o grau de liquidez. No entanto, o tratamento do papel das Autoridades Monetárias

na criação de moeda fica pouco claro. A criação de moeda pelo banco central é vista como devendo vir para contrabalançar o comportamento do público que, não comprando mais ativos financeiros menos líquidos, não libera o ativo mais líquido. Isto se deve ou à subjetividade do público, baseada nas perspectivas futuras, ou a um problema quantitativo, de não ter mais meios para fazê-lo. No primeiro caso, a autoridade monetária deve bancar a incerteza, ou se colocar como tendo mais informações sobre o futuro. No segundo caso, o problema quantitativo pode ser resolvido pelo poder criador de moeda, em última instância, das autoridades monetárias. Seja qual for o caso, o que importa é que Minsky vê bem que o que é necessário é um tipo específico de moeda, e neste sentido ele parece ver o caráter monetário dos problemas que estão na conjuntura financeira. Entretanto, ele não o explicita bem e parece contornar o próprio problema, através da posição superior das autoridades monetárias, que podem criar o tipo de moeda requerido quando o sistema tem necessidade para abortar a crise financeira. Fazendo isto, entretanto, ele acaba sua análise e parece não ver bem, como consequência, a crise monetária.

Os problemas acima apontados decorrem das noções de capital, de sistema financeiro e de moeda utilizadas por Minsky, e é o que tentaremos analisar nesta parte final.

O capital é visto por Minsky como um fluxo de rendas capitalizadas.

“Além das empresas produtivas, que recebem ‘anuidades’ dos lucros advindos de ativos de capital, uma economia capitalista engloba uma vasta variedade de empresas que recebem suas anuidades sob a forma de fluxos de caixa gerados por débitos e outros instrumentos financeiros que detêm. Em uma economia capitalista, existem dois tipos de instituições maximizadoras de lucro: uma possui ativos de capital e gera lucro através de produção e venda de bens e serviços; a outra detém ativos financeiros e gera lucro através da produção e venda de débitos, não somente seus próprios débitos, que constituem propriedade alheia, mas também de débitos de terceiros, que são de sua propriedade.” (Minsky, 1982a, p. 18)

Ainda que operando em mercados diferentes, Minsky vê o capital produtivo e o “capital financeiro” da mesma maneira, dado que nos dois casos se trata de rendimentos prospectivos esperados. Uma vez dada esta noção de capital, baseada nos rendimentos prospectivos, capital financeiro e capital produtivo não vão ser nada mais que contratos do tipo “dinheiro hoje – dinheiro amanhã”, e o que vai ser privilegiado na análise são os fluxos de caixa que vão ajudar a resolver os problemas associados ao tempo. Enquanto rendas prospectivas, lucro e juros se confundem. Tratando capital produtivo e capital financeiro da mesma maneira, é a própria articulação entre eles que fica fora da análise.

Por outro lado, a visão do capital (produtivo ou financeiro) como mero fluxo de rendas capitalizadas conduz ao privilégio da relação entre passado e futuro (os ativos de capital não sendo mais do que uma herança do passado e sua disponibilidade no futuro dependendo do que se passa na economia hoje).

“Em qualquer economia, os ativos de capital e a força de trabalho existentes no presente são herdadas do passado, e os ativos de capital e força de trabalho de amanhã são parcialmente determinados pela atividade no presente. Uma estrutura financeira, relacionada à propriedade de ativos de capital e produção de investimento, constitui também um legado do passado e um dote para o futuro. Esses elos financeiros intertemporais, bem como o pagamento dos compromissos que incorporam, São fundamentais para o capitalismo.” (Minsky, 1982a, p. 19)

Os problemas estão, então, no caráter intertemporal da atividade econômica, e o financiamento é privilegiado, não como escolha do tema a analisar, mas porque é através dele que podemos compreender o processo econômico.

O financiamento vai permitir impulsionar o processo de investimento além dos limites do autofinanciamento, vai romper a restrição orçamentária dos capitalistas. O investimento vai garantir os lucros que vão intervir favoravelmente sobre as novas decisões de investir. Todo o problema é que neste processo a especulação se desenvolve. Mas como Minsky define tal especulação, e como ela se desenvolve dentro do seu raciocínio?

Saindo de uma noção de capital e de sistema financeiro que privilegia o tempo e as relações entre o passado e o futuro, a especulação vai ser definida como uma abreviação dos prazos de pagamento. Tal abreviação significa que cada vez mais os empresários se endividam a curto prazo, para financiar as posições de longo prazo. Mas se endividar mais a curto prazo, para financiar as posições a longo prazo, significa que os bancos não estão mais de acordo com as antecipações feitas pelos empresários. Caso contrário eles aumentariam os prazos de pagamento à medida em que o horizonte econômico dos investimentos dos empresários se alargasse.

Qual é, na nossa opinião, a insuficiência desta análise?

Vimos anteriormente que não fica claro porque a subjetividade dos bancos é diferente da dos empresários. Se estes últimos estão otimistas e investem tomando empréstimos, por que este otimismo não é compartilhado pelos bancos que poderiam neste caso sancionar as perspectivas dos empresários fornecendo condições financeiras favoráveis?

Poderíamos pensar que tal comportamento dos bancos se deve a certos investimentos que, não sendo validados em algum lugar, não permitiriam pagar algumas dívidas. Assim, os bancos, sobre a base de algumas dívidas não reembolsadas, teriam uma perspectiva menos otimista que os empresários. Neste caso, o comportamento dos bancos seria menos subjetivo, já que baseado sobre as dívidas não reembolsadas.

O problema é que tal resposta em Minsky é vaga, justamente por causa da cadeia de condições favoráveis de financiamento – investimento-lucros validados – novas decisões de investimento e novamente boas condições de financiamento. Esta cadeia indica simplesmente que o processo pode se prolongar indefinidamente desde que todos acreditem que ele terá continuidade. Assim, a análise de Minsky, ao invés de privilegiar a não validação efetiva de alguns investimentos passados,

cortando a cadeia de crédito e desencadeando a fragilização e a instabilidade do sistema, volta-se sobretudo para o que os bancos esperam que vá acontecer. O que os agentes esperam do futuro terá um lugar privilegiado na sua argumentação, o que está na origem do peso atribuído à subjetividade dos agentes neste processo.

Suponhamos, entretanto, que para Minsky a não validação efetiva dos investimentos passados conte para desencadear a crise financeira, intervindo nas más perspectivas do sistema bancário. Mesmo neste caso, a ausência de uma boa articulação produção-circulação volta a se apresentar, desta vez ligada à sua visão de moeda.

Para Minsky a moeda é um ativo financeiro que se distingue dos outros pela sua maior liquidez. Ela pode ser gerada endogenamente, seja no momento que o público libera a moeda, através da aquisição de ativos menos líquidos, seja através dos bancos, pela expansão de crédito, seja, finalmente, pelas autoridades monetárias, quando estas sancionam a criação de moeda bancária. Uma vez que o caráter especulativo da economia se desenvolve, é necessário cada vez mais pagamentos. A oferta de meios de pagamento líquidos pode, por outro lado, não responder a uma maior demanda, por diferentes razões: 1) porque o público não quer mais adquirir ativos financeiros e liberar a moeda (o que se deve à subjetividade dos agentes), ou porque ele não pode mais fazê-lo (o que parece decorrer dos “limites significativos” dos quais fala Minsky); 2) porque os bancos, ainda que lucrando através da concessão de empréstimos, não querem mais fazê-lo (já que eles antecipam subjetivamente que o risco de emprestar se tornou grande), ou porque eles não podem mais fazê-lo, dado que as autoridades monetárias não sancionam mais a criação de moeda bancária sobre a base das reservas tradicionais. A inelasticidade da oferta de moeda recai então, seja sobre a subjetividade dos agentes, seja sobre o papel hierarquicamente superior das autoridades monetárias como criadoras de moeda. Mas neste último caso, o poder hierarquicamente superior das autoridades monetárias passa a ser muito significativo, já que podendo, de uma só vez, se substituir à subjetividade dos agentes e contrabalançá-la. Ao mesmo tempo, abortando a crise financeira, as autoridades monetárias parecem deslocar também a própria restrição monetária. Tal ideia, além de enfraquecer a inerência da crise financeira, no raciocínio de Minsky, parece conduzi-lo a não ver suficientemente bem o caráter monetário das crises.

A análise de Minsky sobre a moeda se interrompe quando ele chega às autoridades monetárias, como se não houvesse problemas para a criação de moeda por estas últimas.

Minsky vê bem que o que está em jogo, uma vez o sistema fragilizado, é a necessidade de liquidez. É preciso que as autoridades monetárias sancionem a criação de moeda pelos bancos para impedir a crise bancária, que colocaria em risco toda a atividade econômica ligada pelo crédito.

O que Minsky não vê bem, entretanto, é que quando as autoridades monetárias decidem impedir a crise de liquidez e sustentam o sistema bancário, elas simplesmente permitem que o que era insolvente de forma localizada possa ser valida-

do artificialmente. Fazendo isto elas espalham os problemas de insolvência sobre toda a economia, através da validação das rendas que se ligam pelo crédito.

O que impede Minsky de se preocupar com estes problemas é a sua visão de especulação paralelamente à cadeia condições de financiamento – investimento – lucros validados - novas decisões de investimento e pagamento de compromissos assumidos anteriormente. Vejamos por quê.

A especulação é definida por Minsky, já vimos, como uma abreviação dos prazos de pagamento, que aumenta a necessidade de liquidez. O que causa problemas quando a necessidade de liquidez aumenta é que os ativos passam a ser vendidos para a obtenção de moeda, intervindo então, de maneira negativa, sobre os preços dos ativos de capital e sobre as novas decisões de investir. Assim, se as autoridades monetárias fornecem a liquidez necessária, as decisões de investir serão tomadas, o processo de investimento terá continuidade e os lucros serão validados.

Com tal raciocínio, ele parece acreditar que uma vez impedida a propagação da necessidade de liquidez, a própria insolvência desaparece, através do processo de investimento, ao invés de se estender por toda a economia.

Este gênero de problema aparece novamente quando ele analisa a inflação somente como funcional e tolerável. Ela torna possível os “aumentos significativos nos fluxos de caixa esperados advindos dos ativos de capital em operação” o que permite “desfazer-se da dívida”. Ela não coloca problemas, porque a oferta ilimitada de moeda através do banco central, impedindo a subida das taxas de juros, “implica o crescimento constante da proporção de investimento no produto e que uma inflação acelerada é tolerável”.

O que Minsky não parece perceber aqui são os problemas colocados por um investimento que passa a ser bloqueado quando os lucros se tornam puramente nominais. Por outro lado, ele parece não ver os problemas de fuga diante da moeda que simplesmente mostram que o papel das autoridades monetárias é limitado, dadas as restrições enfrentadas por elas, que são diferentes das enfrentadas pelos bancos e pelas empresas, mas são de qualquer forma restrições.

Os limites impostos ao papel das Autoridades Monetárias podem ser vistos mais adequadamente quando a moeda, ao invés de mero ativo financeiro, é vista como a relação social fundamental numa economia mercantil, como equivalente geral, tal como analisada por Marx. Uma tal visão de moeda permite perceber que as autoridades monetárias devem fornecer a moeda necessária ao funcionamento do sistema, mas elas devem também zelar pelo papel de equivalente geral desempenhado pela moeda. Este implica no reconhecimento social da qualidade da moeda. Se Minsky vê bem o caráter qualitativo da moeda quando diz que para impedir a crise financeira é necessário fornecer “a moeda desejada às instituições que têm o tipo indesejado de moeda”, o que ele não parece perceber é que é a própria qualidade da moeda desejada que pode se alterar ao longo deste processo de fornecimento. Isto se deve ao fato de que a centralização da gestão da moeda pelas autoridades monetárias não garante, por si só, o reconhecimento social desta moeda como equivalente geral.

Ao nosso ver, a noção de moeda como equivalente geral é, do ponto de vista



analítico, mais forte para analisar a inerência da instabilidade no capitalismo. O papel de equivalente geral da moeda não é jamais garantido de forma permanente, mas tem que ser afirmado a todo momento. Neste processo de afirmação as autoridades monetárias exercem uma função centralizadora que é necessária, mas é conflitual, entre outras razões porque elas contam com sua atuação limitada por dois objetivos conflitantes. De um lado é preciso prover o sistema de liquidez necessária para impulsionar o processo de acumulação, mas de outro lado é preciso assegurar o papel da moeda como equivalente geral. Minsky vê bem o primeiro papel, mas esquece de analisar o outro. Entretanto, é justamente o estudo destes papéis conflitantes que permitiria que a análise da instabilidade do capitalismo contivesse uma noção de inerência analiticamente mais forte.

Assim, se este trabalho procura fazer uma leitura de Minsky identificando insuficiências do pensamento pós-keynesiano no que se refere à explicação da inerência da instabilidade no capitalismo, fica como sugestão para estudos futuros a contraposição entre a visão de Minsky e uma teoria geral da moeda e do capital, onde a moeda é vista necessariamente como tendo que cumprir o papel de equivalente geral.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Chick, V. (1973), *The Theory of Monetary Policy*, Londres, Gray Mills.
- Davidson, P. (1972), *Money and the Real World*, Nova Iorque, John Wiley and Sons.
- Keynes (1970), *Teoria Geral do Emprego do Juro e do Dinheiro*, Rio de Janeiro, Fundo de Cultura.
- Kregel, J. Q. (1973), *The Reconstruction of Political Economy*, Londres, MacMillan.
- Lavoie, M. (1983), “Loi de Minsky et loi d’entropie”, *Economie Appliquée*, tome XXXVI, n. 2-3.
- Minsky, H. (1975), *John Maynard Keynes*, Nova Iorque, Columbia University Press.
- Minsky, H. (1977), “A Theory of Systemic Fragility”, in Altman and Sametz (eds.), *Financial Crises*, John Wiley and Sons.
- Minsky, H. (1980), “Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism”, *Journal of Economic Issues*, jun.
- Minsky, H. (1982a), “The Financial instability Hypothesis: Capitalist process and the behavior of the economy”, in Kindleberger and Laffargue (eds.), *Financial Crises*, Cambridge.
- Minsky, H. (1982b), “The Financial instability Hypothesis: an interpretation of Keynes and an Alternative to Standard Theory”, in *Inflation, Recession and Economic Policy*, Grã-Bretanha, Wheatsheaf Books Ltd.
- Robinson, J. (1971) *Economic Heresies*, Londres, MacMillan.
- Vicarelli, F. (1984) *Keynes: The Instability of Capitalism*, Londres, MacMillan.

