

Henrique Chociay<sup>\*</sup>

Lafaiete Santos Neves<sup>\*\*</sup>

Artigo submetido às Sessões Ordinárias

Área Temática: 04 – Economia Política, Capitalismo e Socialismo

## INTRODUÇÃO

O presente artigo trata sobre os aspectos teóricos da crise financeira endógena em economias capitalistas. Deseja-se aqui investigar como a teoria econômica interpreta esse fenômeno. Para os fins desta pesquisa, a análise será restrita a apenas duas correntes de pensamento: a marxista e a pós-keynesiana.

Os sistemas financeiros assumem um papel de alta relevância na teoria econômica sobre o atual estágio de desenvolvimento do capitalismo. Seja como desenvolvimento natural do sistema capitalista (e solução temporária para a contradição da estagnação do capital) na teoria marxista, ou como elemento de flexibilização do crédito (que permite a precedência do investimento sobre a poupança) na teoria pós-keynesiana, os sistemas financeiros alteram significativamente o funcionamento da economia e as fontes de instabilidade à qual ela está sujeita.

Um dos méritos de ambas teorias é identificar a possibilidade de crises financeiras *endógenas* em uma economia capitalista, fato que não é explicado ou reconhecido por outras correntes. Autores posteriores das duas escolas propuseram modelos de crises com dinâmicas semelhantes, caracterizadas por ciclos com uma fase inicial de expansão e otimismo (conjugados com um ambiente financeiro favorável) e uma fase posterior de recessão e deflação (acompanhadas por uma contração no crédito). Porém as relações causais dos elementos reais e financeiros dos ciclos, ou seja, os elementos de origem das crises, são identificadas de maneira distinta. Este artigo apresenta esses diferentes pontos de vista em um estudo comparativo das teorias. A exposição das idéias de cada corrente será, portanto, organizada em três níveis: a determinação da taxa de juros, a compreensão do sistema financeiro, e o modelo de crise.

Além dessa comparação, é realizada uma tentativa de identificar a maneira pela qual as conclusões de cada escola são influenciadas pelos pressupostos de cada teoria sobre o sistema financeiro e pela concepção mais fundamental da natureza do juro.

---

<sup>\*</sup> Bacharel em Ciências Econômicas (PUCPR).

<sup>\*\*</sup> Doutor em Economia (UFPR). Professor do Mestrado em Organizações e Desenvolvimento da UniFAE Centro Universitário.

## 1 A INTERPRETAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO A PARTIR DE MARX

### 1.1 O CONCEITO DE JUROS – O CAPITAL PORTADOR DE JUROS

Segundo Marx, na produção capitalista o juro decorre da função do dinheiro como capital. Essa função está ligada à possibilidade, no capitalismo, de se utilizar uma dada soma em dinheiro para a aquisição de meios de produção e força de trabalho para a realização da produção e, com isso, obtenção de lucro, ou seja, mais-valia. O dinheiro como capital passa a se constituir, portanto, numa mercadoria, pois assume um novo valor de uso, distinto do valor de uso do dinheiro “meio de circulação”. A análise dessa “mercadoria-capital” quanto a valor de uso, valor (de troca) e preço é o fundamento para encontrar o determinante da taxa de juros. O valor de uso já foi identificado como a possibilidade de extração de mais-valia.

O funcionamento da mercadoria dinheiro como capital (ou “mercadoria-capital”) envolve, de maneira geral, dois agentes principais: o capitalista monetário ou prestamista – detentor da soma em dinheiro – e o capitalista produtivo ou atuante – aquele que obtém essa quantia do capitalista monetário por meio de empréstimo e a aplica de maneira produtiva. No início do processo, o capitalista monetário cede o dinheiro para o tomador de recursos. Este mobiliza os fatores de produção e ao final obtém o lucro, a partir da mais-valia. No momento da devolução ao portador original do dinheiro adiantado, o capitalista produtivo cede também uma fração do lucro. Esta representa o que se chama de juro.

Do ponto de vista do valor, o capitalista atuante recebe um certo valor em dinheiro. O consumo do valor de uso do dinheiro como capital tem como consequência a multiplicação do seu valor; ao contrário do que ocorre com as mercadorias comuns, que têm o seu valor extinto no ato de consumo (MARX, 1986, p. 264). Ao final da produção e venda das mercadorias produzidas pelo uso do capital, o capitalista atuante tem em suas mãos um valor superior ao recebido do prestamista.

Como parte do acordo de empréstimo, o valor adiantado é restituído. Dessa forma, o efeito líquido que se tem é a cessão apenas do valor de uso do capital (a possibilidade de geração de valor adicional), porém sem transferência definitiva de valor. No pagamento do juro, o capitalista produtivo transfere ao capitalista monetário uma soma adicional de dinheiro – que encerra um certo valor – como contrapartida pelo valor de uso do capital. Em termos líquidos, trocou-se um valor de uso que não contém valor em si, por dinheiro, que tem um valor determinado.

Na troca simples de mercadorias, pressupõe-se que deve haver equivalência de valores para que o intercâmbio se realize. Esse valor está refletido nos preços<sup>1</sup> equivalentes das mercadorias. Não é o que ocorre com a mercadoria-capital. Ela possui um preço, correspondente ao juro, mas

---

<sup>1</sup> “o preço é a expressão monetária do valor” (MARX, 1986, p. 266)

esse preço não reflete valor algum<sup>2</sup>. Daí a irracionalidade do “juro como preço de capital” (MARX, 1986, p. 266) e a impossibilidade de se estabelecer uma taxa natural de juros.

Na teoria marxista, os preços de mercado médios tendem a se igualar à expressão monetária do valor das mercadorias (ou preços de produção). Contudo, as flutuações relativas entre oferta e demanda podem fazer com que os preços oscilem em torno desse patamar<sup>3</sup>. No caso da taxa de juros, dada a ausência de valor, não há determinação que não seja por meio da concorrência, ou seja, por meio da oferta e da demanda<sup>4</sup>.

Porém ainda é preciso especificar melhor que se entende por “oferta e demanda” na determinação do nível dos juros. A oferta e a demanda relevantes para a taxa de juros são aquelas relacionadas ao *capital monetário*. O capital monetário é uma das formas que assume o capital (este entendido como relação social) em seu processo de reprodução, da mesma forma que as mercadorias utilizadas no processo produtivo.

A demanda de capital monetário provém da necessidade de alguns capitalistas de acelerar a rotação do seu capital (o capital monetário é usado para antecipar a transformação do capital-mercadoria), ou então, como capital adicional, que será transformado em meios de produção para uma reprodução ampliada. A oferta de capital monetário provém do dinheiro ocioso, que pode ser colocado a cargo de capitalistas atuantes, para que se dê sua valorização. Os mecanismos pelos quais o capital monetário é ofertado estão mais bem descritos na análise do sistema financeiro.

Outro aspecto marcante nas obras de Marx, e posteriormente de Hilferding, sobre o assunto é a preocupação em deixar bastante evidente a distinção entre as maneiras de determinação do lucro e do juro. O lucro é “tanto condição, como fim da produção capitalista” (HILFERDING, 1985, p. 102), e é determinado pelas características materiais da produção, notadamente pela capacidade do capital de se apropriar de trabalho não-pago dos trabalhadores assalariados.

O juro, por sua vez, surge “de um fato accidental segundo o qual não são somente os capitalistas produtivos que dispõem de dinheiro” (*Id*). Não é condição inerente à produção capitalista, pois a realização do empréstimo entre o capitalista prestamista e o atuante, em princípio, não “constitui ato algum do processo real de circulação do capital” (MARX, 1986, p. 261). A valorização do capital está restrita ao processo produtivo<sup>5</sup>, e, como foi visto, a base de determinação dos juros é a concorrência.

---

<sup>2</sup> Uma análise preliminar sobre valor adicional que o capitalista atuante transfere ao prestamista permite identificar alguns limites para o juro. O valor do juro não deve ser superior ao do lucro, pois nesse caso não houve a percepção de um valor de uso pelo mutuário do empréstimo. Da mesma forma, quando o juro se reduz a zero, e todo o lucro permanece com o capitalista atuante, houve uma cessão sem contrapartida de valor de uso.

<sup>3</sup> “A possibilidade de uma incongruência quantitativa entre o preço e a grandeza de valor é, portanto, inerente à própria forma preço.” (MARX, 1985, p. 92)

<sup>4</sup> Por esse motivo, Marx nega a existência de uma “taxa natural de juros”

<sup>5</sup> “O capital existe como capital, em seu movimento real, não no processo de circulação, mas somente no processo de produção, no processo de exploração da força de trabalho.” (MARX, 1986, p. 258)

Marx apresenta também a maneira pela qual o juro, categoria de início puramente quantitativa (surge da repartição contratual do lucro, assim como ocorre em uma sociedade), atinge um *status* qualitativo<sup>6</sup>. Com a evolução da produção capitalista, torna-se um pressuposto que o capitalista produtivo trabalhe com capital emprestado. A separação entre juro e a parcela restante do lucro – chamada de ganho empresarial – se consolida socialmente e abstrai-se o processo de produção. Com isso, o ganho empresarial passa a representar a remuneração pela atividade de capitalista e o juro passa a ser encarado como uma propriedade “natural” do capital monetário de se valorizar para o seu detentor. (*Ibid*, p. 280) É mais uma relação que toma a forma de fetiche no capitalismo.

## 1.2 MODELO DE SISTEMA FINANCEIRO

Os conceitos principais sobre o funcionamento do sistema financeiro são extraídos da exposição de Hilferding sobre a formação e as funções do capital bancário.

O dinheiro, na circulação simples de mercadorias, exerce inicialmente as funções de meio de circulação, medida de valor e padrão de preços. Com o diferimento dos pagamentos no tempo em relação à transação de mercadorias, ele passa a funcionar como meio de pagamento. É a partir do dinheiro como meio de pagamento que, na produção capitalista, funciona o chamado crédito de circulação<sup>7</sup>. As empresas concedem entre si a possibilidade de pagamento diferido<sup>8</sup>.

A forma comum à época de Marx e Hilferding de realização do crédito de circulação era a emissão de títulos privados. O comprador adquiria as mercadorias necessárias a seu processo produtivo por meio de uma promessa de pagamento. Decorrido o prazo dado pelo vendedor para a quitação do débito, o título era apresentado ao comprador, que somente neste momento entrava com o dinheiro, e a obrigação contida no título era extinta.

A extensão do crédito de circulação tem efeitos sobre a necessidade de meios de circulação das mercadorias. Com a consolidação da negociação de títulos, se torna possível a realização de pagamentos com base em títulos de dívida, no lugar de dinheiro. Desse modo reduz-se a quantidade necessária de dinheiro para dar vazão à totalidade das trocas. O título (letra de câmbio, nota

---

<sup>6</sup> Em uma evolução contrária à do lucro, que existe primeiramente qualitativamente (determinado pelas relações entre capital e trabalho), para assumir posteriormente dimensões quantitativas.

<sup>7</sup> Nomenclatura conforme Hilferding (1985, p. 86). Em Germer (1996) e em Marx (1986, cap. XVIII e XIX) o crédito de circulação é analisado dentro do capital comercial, que inclui o capital de comércio de mercadorias e o capital de comércio de dinheiro, responsáveis respectivamente pelas operações técnicas de comercialização e realização de pagamentos. O capital comercial se caracteriza quando as funções do capital de circulação se autonomizam e passam a ser objeto de um grupo de capitalistas separados do capital industrial, normalmente representado pelos bancos para o caso do capital de comércio de dinheiro.

<sup>8</sup> Note-se que “a função de meio de pagamento do dinheiro (...) não pressupõe o juro” (GERMER, 1996).

promissória) constitui-se então em uma forma de dinheiro de crédito<sup>9</sup>. É possível, dessa maneira, promover uma expansão da produção capitalista que não seria atingível caso cada capitalista precisasse ter em mãos o capital na forma de dinheiro (capital monetário) para iniciar ou continuar seus ciclos de reprodução. Outra consequência da existência do dinheiro de crédito é a redução da pressão sobre o capital monetário em um ciclo de expansão. A fase virtuosa permite às empresas uma maior concessão mútua de crédito, o que absorve parte da demanda por capital monetário.

A característica do dinheiro de crédito representado pelos títulos é sua dependência da circulação real. O montante de títulos em circulação não ultrapassa o volume de compras e vendas que representa (HILFERDING, 1985, p. 86), exceto no caso de fraudes na operação dos títulos. Logo, não é possível haver perda de valor do dinheiro de crédito por excesso de emissão. O que pode ocorrer é a insolvência de notas particulares, decorrente da paralisação das vendas.

A possibilidade de insolvência abre espaço para a primeira maneira de inserção dos bancos no capital de circulação (ou comercial). Eles surgem como garantidores, por meio de empréstimos para os capitalistas insolventes, do pagamento dos títulos de dívida.

A segunda inserção dos bancos, derivada da primeira, surge como requisito para uma maior circulação dos títulos e maior economia de meios de circulação. Como, “a circulação [de] títulos poderá aumentar cada vez mais (...) quanto mais segura for sua solvência”, HILFERDING (1985, p. 87), os bancos passam a garantir essa segurança ao comprar os títulos detidos pelos capitalistas, dando em troca notas promissórias do banco (notas bancárias). Essas notas desfrutam de maior grau de confiabilidade frente aos produtores (já que o banco, e não a série de capitais individuais, que garante seu pagamento), sendo, portanto, mais bem aceitas na realização das trocas. A nota bancária, por se originar do crédito de circulação, também tem seu volume de circulação limitado pelas necessidades do capital produtivo. A interação dos bancos no crédito de circulação constitui a primeira função do capital bancário, chamada por Hilferding de “crédito de pagamento”.

A segunda função do capital bancário é o “crédito de capital”. Seu funcionamento está relacionado à formação de reservas de capital ocioso pela classe capitalista, sua canalização para acúmulo no setor bancário, e a sua utilização, por este setor, para a concessão de empréstimos para outros capitalistas. Analisa-se, a seguir, esse processo em maior detalhe.

O capital produtivo inevitavelmente forma reservas de dinheiro, por motivos relacionados ao processo real de valorização do capital<sup>10</sup>. O acúmulo de capital na forma monetária em vários ciclos, para permitir a reposição futura do capital fixo, ou o acúmulo de parcelas relacionadas à mais-valia, que só possam ser investidas em montantes maiores, constituem alguns exemplos que

<sup>9</sup> Esse termo equivale à expressão “moeda fiduciária”, equivocadamente utilizada na tradução de “O Capital Financeiro” (HILFERDING, 1986).

<sup>10</sup> “Efetivamente, o ciclo reprodutivo de cada capital implica a manutenção e contínua geração de valores monetários que, embora não o integrem diretamente, figuram como condições ou como resultados necessários dele.” (GERMER, 1996)

justificam a formação de reservas<sup>11</sup>. Antes da intermediação bancária, o destino mais provável desse capital monetário era a imobilização, e a conseqüente redução da taxa de valorização do capital como um todo. Porém, “com a evolução do sistema bancário, [os capitalistas produtores] conservam todo seu capital monetário disponível no banco”<sup>12</sup>. A utilização do capital monetário passa a se constituir de depósitos, saques e compensações, de tal forma que os bancos passam a contar com uma reserva de dinheiro que pouco é afetada pelas movimentações diárias. Esse fundo, constituído por capitais monetários ociosos, é colocado pelo banco à disposição de capitalistas produtivos com necessidade de capital monetário. Com isso, “o capital monetário atua através da mediação do crédito em escala bem maior que sem essa mediação”. (HILFERDING, 1985, p. 92)

A terceira função está apoiada na captação de recursos não mais dentro da classe capitalista, mas nas reservas de dinheiro ociosas mantidas pelas outras classes (como trabalhadores e rentistas). Hilferding aponta duas maneiras pelas quais os bancos atraem o dinheiro de outras classes para si: concessão de juros pelos depósitos e estabelecimento de “filiais para o recolhimento dos depósitos”. (Ibid, p. 93)

Essas são as três funções apontadas por Hilferding para o capital bancário. Resumidamente, a primeira função economiza meio de circulação convertendo um capital já existente na forma de mercadorias em capital monetário. A segunda função já realiza a transferência de capital monetário entre capitalistas produtivos, intensificando o ritmo de acumulação da massa de capital já empregada<sup>13</sup>. Na terceira função há uma ampliação do estoque de capital, pela mobilização de recursos fora do alcance inicial pelos capitalistas. Distinguindo entre a natureza do capital envolvido em cada função, a primeira função ainda está integrada ao capital de comércio de dinheiro; as duas últimas já são expressões do capital de crédito.

### 1.3 CRISES FINANCEIRAS – A ANÁLISE DE HILFERDING

As condições para a crise (esta ainda entendida de maneira geral, não especificamente financeira) são inerentes ao modo capitalista de produção<sup>14</sup>. A crise é caracterizada pela

<sup>11</sup> (HILFERDING, 1985, p. 91). Germer (1996) indica a leitura do Capítulo IV da obra de Hilferding para maior detalhe sobre a “liberação de capital monetário”.

<sup>12</sup> (HILFERDING, 1985, p. 90) Marx explica esse fenômeno no capítulo XIX do livro III de “O Capital”, ao tratar sobre o capital de comércio de dinheiro. O artigo de Germer (1996) explicita a conexão entre as funções de capital de comércio de dinheiro exercidas pelos bancos com a função distinta de fornecimento de crédito (que aqui aparece a partir da segunda função identificada por Hilferding para o capital bancário).

<sup>13</sup> Na segunda função “o sistema bancário não cria dinheiro nem capital de empréstimo, pois estes resultam do movimento e das características próprias do processo de reprodução do capital” (GERMER, 1996)

<sup>14</sup> O ciclo de prosperidade e crise verificado empiricamente por Hilferding compreende dois momentos: “em momento determinado da prosperidade, sobrevém uma paralisação numa série de ramos da produção em razão da qual os preços caem; a paralisação e a queda dos preços se difundem, a produção se limita; esse estágio dura um tempo mais curto ou mais longo; os preços e lucros são baixos; gradualmente a produção começa a se ampliar, preços e lucros sobem; o volume da produção é maior do que nunca antes, até que a virada se repita” (HILFERDING, 1985, p. 231)

impossibilidade de venda, ou por sua realização a preços inferiores aos preços de produção. Na análise marxista, o componente financeiro das crises é incluído posteriormente aos seus determinantes reais.

Hilferding identifica de início algumas características do capitalismo que o levam a crises periódicas: a dicotomia da mercadoria entre mercadoria e dinheiro associada à função de meio de pagamento do dinheiro; a generalização da produção de mercadorias e a conseqüente dependência da venda no mercado para obtenção de meios para o reinício da produção; a anarquia na produção; e a maior separação entre produção e consumo do que em outros modos de produção.

Com o objetivo de expor em maior detalhe as fragilidades do equilíbrio da produção capitalista, Hilferding resgata os esquemas de reprodução utilizados por Marx no livro II de “O Capital”. Nessa análise, ele verifica, por exemplo, os equilíbrios relacionados à produção de capital fixo, à interdependência da lucratividade e da produção entre o setor produtor de capital fixo e o setor produtor de bens de consumo, e ao ritmo de formação de reservas monetárias para a reposição de capital fixo.

A única lei objetiva que Hilferding encontra para manter as relações de proporcionalidade e estabilidade da acumulação é o sistema de preços. Os preços permitem ao capital calcular a taxa de lucro possível no negócio e direcionam o investimento. Por isso, para demonstrar a instabilidade da economia capitalista, “precisa ser demonstrado que também a perturbação na lei de preços manifesta-se periodicamente” (HILFERDING, 1985, p. 245).

Um ciclo de prosperidade é iniciado por uma elevação pontual de preços e lucros, que decorre de um aumento de demanda, de causas exógenas. Há em decorrência disso um aumento da produção no setor aquecido<sup>15</sup>. O aumento local da produção logo se espalha por outros setores (como os fornecedores de capital fixo), e “a indústria torna-se o melhor cliente da indústria” (HILFERDING, 1985, p. 246).

O aumento da produção é acompanhado por três fenômenos que ampliam a taxa de lucro: a redução do tempo de rotação do capital, a redução do tempo de circulação e o aproveitamento de vendas em locais mais próximos. O tempo de rotação diz respeito ao tempo necessário para a produção das mercadorias (processo de trabalho). O tempo de circulação compreende a realização do lucro por meio da venda. A redução desses dois componentes provoca um melhor aproveitamento do capital, pela redução relativa de “capital improdutivo” e provisões de mercadorias.

No ápice da expansão, contudo, há uma reversão dos fatores de redução do tempo de rotação, a saber, a escassez da mão-de-obra, as lutas salariais, a danificação de equipamentos pelo

---

<sup>15</sup> “(as causas da expansão da produção) geralmente podem ser atribuídas à abertura de novos mercados, surgimento de novos ramos de produção, introdução de nova tecnologia, necessidade crescente devido ao aumento da população” (HILFERDING, 1985, p. 246)

uso de trabalho desqualificado, os danos por aceleração excessiva no uso do capital constante, e as vendas para mercados distantes provocadas pela satisfação do mercado interno. Nesse momento ocorre uma elevação dos juros (explicada mais adiante), e os bancos se encontram impossibilitados de fornecer o capital monetário para nova expansão. Caracteriza-se a crise.

Há ainda uma questão fundamental representada pela composição orgânica do capital nos setores que lideram a expansão. A produção é estimulada por um aumento de preços, porém a natureza localizada desse aumento provoca distorções na alocação e composição de capital entre os setores.

Os setores com aumento de preços recebem investimentos que elevam a composição orgânica do capital nesses segmentos. Isso permite aos primeiros investidores a obtenção de lucro extra (acima da taxa média de lucro), pois eles trabalham com boa produtividade em um ambiente de demanda superior à oferta. A redução dos preços ocorre à medida que mais capitais são atraídos para o setor e colocam suas produções no mercado. Nos setores adjacentes, a alta de preços e a elevação da composição orgânica também ocorrem, mas de maneira menos intensa.

O problema dos setores com maior composição orgânica de capital é a maior dificuldade em se adequar os aumentos de oferta com a demanda não suprida. Nestes há normalmente grande participação de capital fixo, investimento que demora um certo tempo para alterar as condições da oferta e só pode proporcionar grandes variações de produção. Essa situação favorece uma “tendência ao investimento e acumulação excessivos de capital (...) em comparação com a composição inferior” (HILFERDING, 1985, p. 250).

A crise tem lugar quando os investimentos no setor de elevada composição se consolidam. Como nos setores menos dinâmicos a produção cresce de maneira menos intensa (apesar do ajuste mais rápido à demanda), a venda dos setores de elevada composição fica comprometida. Em consequência, as taxas de lucro e os preços diminuem. Somente persistem as empresas que conseguem obter um lucro médio nessas condições deprimidas. Esse novo lucro médio tem como base a produção na nova composição orgânica de capital.

Juntam-se a esse mecanismo outras fontes de instabilidade, como a redução das reservas de capital monetário, a imprevisibilidade e relativa inelasticidade da oferta de matérias-primas, e o crescimento da produção superior ao do consumo no regime de acumulação capitalista. Todas essas situações perturbam o equilíbrio de preços, que por sua vez impede a reprodução continuada com acumulação.

Por fim, resta expor o comportamento do setor financeiro durante os ciclos de prosperidade e crise. No início de um ciclo de expansão, as taxas de juros oferecidas tendem a se manter em níveis baixos, com uma elevação moderada. Isso decorre da facilidade que o crédito tem em adequar-se à demanda ampliada nos primeiros momentos. Há uma considerável quantidade de



capital monetário ocioso, o crédito entre capitais industriais se aquece juntamente com a produção, e a diminuição dos tempos de circulação expulsa dinheiro do capital industrial, que se condensa em reservas emprestáveis nos bancos.

Quando as proporcionalidades da reprodução são afetadas, há um aumento do tempo de rotação, o que afeta o tempo entre vendas consecutivas. Os capitais de maneira geral passam a precisar de maior prazo para saldar suas obrigações, e há uma demanda aumentada de capital monetário junto ao capital bancário. A consequência imediata é um aumento na taxa de juros.

Quando as vendas começam a ser comprometidas, o crédito de circulação perde o seu fundamento. Os títulos emitidos precisam de crédito bancário para serem saldados, e não ocorre mais nas empresas a simples troca de forma antecipada do capital, porém sim a captação de capital monetário adicional.

O efeito que o crédito provoca nesse ponto é evitar que os excessos de produção se convertam em diminuição de preços e lucros. A taxa de lucro é mantida de maneira externa à circulação e a acumulação pode prosseguir intensificando as desproporcionalidades. Esse é o efeito potencializador da crise do sistema financeiro.

Na sequência da crise, há uma crescente participação do capital bancário nos lucros empresariais, pelo aumento da taxa de juros. Há também um crescente esgotamento das reservas de empréstimo dos bancos, que passam a restringir a concessão de crédito. Com o declínio do crédito, mais meio de circulação é requerido pela troca de mercadorias, e a reserva bancária sofre novo decréscimo.

O agravamento das desproporcionalidades apoiado no crédito não pode mais se sustentar; é necessária a venda das mercadorias em estoque, ainda que a preços inferiores, para obtenção de meios de pagamento. Tem lugar a queda generalizada nos preços. Os preços menores levam os produtores a buscar meios de pagamento complementares ao mesmo tempo em que o crédito se fecha por completo. O último recurso é a busca por dinheiro líquido como meio de pagamento.

A crise pode tomar proporções maiores de acordo com o grau de imobilização do capital dos bancos no capital industrial. Caso esse seja elevado, os bancos entram em bancarrota, e os depósitos são imediatamente exigidos. Muitas tentativas de reaver o dinheiro são frustradas, dando margem ao pânico, ao entesouramento de dinheiro e, por fim, à quebra da lei do valor na determinação do valor do dinheiro.

Consumada a crise, a reprodução capitalista se estabelece em um nível menor, com taxas de lucro e de acumulação mais modestas, em alguns setores que encontram condições para operar (normalmente de bens de consumo imprescindíveis). A operação em nível menor provoca uma ociosidade de capital produtivo e capital monetário. A capacidade de crédito dos bancos passa a ser

muito superior à necessária para a rotação e o seu capital de crédito fica sem utilização, e as taxas de juros voltam a patamares mínimos.

Hilferding aponta que a criação de capital monetário ocioso e a baixa dos juros não são condições suficientes para o retorno da expansão. O ciclo de prosperidade só se inicia com possibilidade objetiva de ampliação da produção<sup>16</sup>, ou seja, oportunidades de aplicação lucrativa do capital parado.

## 2 A INTERPETAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO A PARTIR DE KEYNES

### 2.1 O CONCEITO DE JUROS – A PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ

A análise de Keynes sobre o comportamento da economia passa pelo conceito da demanda efetiva. Ela está na base da determinação do nível de utilização dos fatores produtivos em uma sociedade, ou seja, dos níveis de emprego e de renda. Por esse motivo, Keynes tenta compreender os motivos que afetam a demanda efetiva. Em sua investigação, assumem papel central para determiná-la os investimentos privados, os gastos do governo e as exportações líquidas. O consumo aparece apenas como consequência de cada nível de renda, e depende das características de propensão a consumir ou de propensão a poupar da sociedade.

Os juros se inserem na teoria keynesiana como um dos determinantes do investimento, portanto, de maneira mais geral, afetam o nível de emprego e de renda.

A decisão de investimento corresponde ao processo de decisão dos empresários sobre a quantidade de recursos (emprego) a ser mobilizada no processo produtivo. Essa escolha depende das suas *expectativas* sobre a demanda futura de bens e as oportunidades de lucros. Ela se dá por meio da contraposição de dois elementos: a eficiência marginal do capital e a taxa de juros.

A eficiência marginal do capital é um conceito próximo ao da utilidade marginal do capital, mas está ligado à expectativa dos empresários sobre o retorno proporcionado pelos bens de capital, e não à sua expressão real (esta obtida somente depois de consumado o processo produtivo). O *trade-off* da eficiência marginal do capital com a taxa de juros determina o nível de utilização de capital que corresponderá ao investimento.

Os níveis em que a taxa de juros se apresenta, por sua vez, são explicados por meio da Teoria da Preferência pela Liquidez, e recebem um caráter exclusivamente monetário.

---

<sup>16</sup> (*Ibid*, p. 267) “Só depois que a expansão transcorre de modo firme é que o crédito bancário começa a distribuir o capital de empréstimo que a ele refluíu durante a crise e se manteve inativo, expressando-se nos elevados níveis das reservas bancárias e baixas taxas de juros.” (GERMER, 1996)

A teoria é um contraponto às considerações de autores clássicos, que defendiam a determinação da taxa de juros por meio da interação entre propensão a poupar e utilidade marginal do capital – fenômenos inerentes aos aspectos reais, de produção e consumo. As forças de abstinência e produtividade, ligadas a esses processos reais, e de efeitos opostos sobre a taxa de juros, se equilibrariam em uma determinada taxa natural, que corresponderia a uma determinada quantidade de recursos transacionados entre poupadores e tomadores.

Na teoria keynesiana, o juro decorre da vontade dos agentes de reter moeda. Uma vez realizada a produção, os consumidores optam em primeiro lugar por qual proporção de seus rendimentos será gasta com o consumo, definindo assim também a parcela que será poupada; a seguir, eles decidem sob quais formas a poupança será mantida, dentre os ativos financeiros disponíveis<sup>17</sup>. Eles podem, resumidamente, compor sua poupança com moeda e/ou com títulos que rendem juros. Para Keynes, apenas essa segunda decisão influencia as taxas de juros.

O que favorece a manutenção das reservas na forma monetária (que não rende juro algum) é a sua possibilidade de conversão a qualquer momento em elementos resultantes da produção de qualquer período, ou seja, a sua liquidez.

Ao alienar a moeda em troca de títulos que rendem juros, o agente se submete à incerteza do recebimento futuro do valor cedido. A abstenção da liquidez presente e a aceitação da incerteza é que constituem o fundamento para a exigência de um “prêmio” por essa opção, caracterizado pelos juros. Níveis maiores de juros proporcionam um estímulo para que os agentes venham a se abster de maiores parcelas da liquidez.

O comportamento dos agentes na composição de seus portfólios de ativos (a demanda por moeda) torna-se então um parâmetro para a determinação da taxa de juros vigente (o segundo parâmetro é a oferta de moeda, como exposto na sequência). Estudando de maneira mais detalhada esse tema, Keynes propôs três motivos fundamentais pelas quais a liquidez da moeda se torna um atrativo: transação, precaução e especulação (OREIRO, 1999, p. 229).

Simplificadamente, os dois primeiros motivos se expressam como funções positivas da renda. O último motivo está relacionado à taxa de juros e às expectativas sobre sua variação. Taxas de juros baixas apresentam maior chance de elevação no futuro. Essa elevação provoca reduções no valor presente de títulos e por esse motivo os agentes preferem manter seus ativos na forma monetária. Taxas de juros altas, por sua vez, são um estímulo à aplicação em títulos.

---

<sup>17</sup> De maneira sintética, Keynes sustenta a hipótese de separação entre as decisões de consumo-poupança e de composição de portfólio. (OREIRO, 1999, p. 228)

O segundo aspecto que define a taxa de juros é a oferta de moeda. A principal suposição nesse ponto é de que a oferta de moeda é determinada de maneira exógena e está sob controle do governo<sup>18</sup>.

Com o caráter exógeno da oferta de moeda, a conclusão a que se chega é que a taxa de juros é influenciada pela renda e pelas características de retenção de moeda dos agentes. As variáveis reais relacionadas à produção e consumo (produtividade / eficiência do capital e propensão a poupar) só afetariam a taxa de juros por seu impacto inicial no nível de emprego e renda. A determinação do juro se dá, portanto, em âmbito puramente monetário.

## 2.2 SISTEMA FINANCEIRO

O sistema financeiro também é entendido em Keynes sob uma forma que se opõe à teoria clássica. As conclusões dos autores clássicos (como David Ricardo) culminam em um sistema entendido dentro da dinâmica dos fundos emprestáveis. O sistema financeiro aparece como mero intermediador das intenções de agentes superavitários e deficitários (níveis de poupança e investimento). Nessas condições, o nível de poupança e a taxa de juros são determinados de maneira exógena ao sistema financeiro (dependem das variáveis reais que determinam a taxa de juros). A única influência possível sobre essas variáveis estaria ligada a ineficiências do sistema, que impedissem temporariamente o equilíbrio.

Nas teorias keynesiana e pós-keynesiana, atribui-se um caráter ativo ao complexo de instituições financeiras; elas são entendidas como agentes que buscam maximizar seus lucros e que influenciam tanto a captação de recursos como a liberação e restrição de crédito.

A compreensão keynesiana dos juros está integrada à concepção de sistema financeiro, como elemento de coerência do modelo. Como a diferente concepção sobre os fenômenos de poupança e investimento remove o potencial dessas variáveis para explicar a formação da taxa de juros<sup>19</sup>, a preferência pela liquidez tem que ocupar o vazio teórico então criado.

Keynes aplicou a sua teoria da preferência pela liquidez ao comportamento dos bancos, e explicou o processo de decisão na composição de seus ativos. Os bancos têm à sua disposição opções de aplicação que variam quanto aos graus de liquidez e rentabilidade (essas duas variáveis apresentam um comportamento quase sempre inverso). O deslocamento de uma posição de maior liquidez para uma de maior rentabilidade depende das expectativas do banco sobre a evolução da

---

<sup>18</sup> Desenvolvimentos posteriores rejeitam essa posição. "Minsky rejected the ISLM-fixed money supply model which is used to demonstrate that deficits push up interest rates. Instead, he argued that an economy with a lot of government debt is more "robust" - thus, would probably face lower interest rates." (PAPADIMITRIOU, WRAY, 1999, p.1)

<sup>19</sup> "Se o mercado de poupança-investimento se torna infactível na teoria de Keynes, a determinação da taxa de juros não pode mais ser explicada por fatores reais" (STUDART, 1999, p. 158)

economia. Em cenários otimistas, há maior busca de rentabilidade, o que favorece a concessão de crédito para empresários, com prazos mais longos; em cenários pessimistas, os bancos buscam segurança contra a incerteza, e aplicam em títulos do governo e operações de curto prazo. Evidencia-se que a maneira pela qual os bancos estruturam seu ativo não garante a concessão de crédito à medida exata que a produção pode requerer e se rejeita a idéia de comportamento puramente passivo dos bancos (DE PAULA, 1999, p. 178).

Minsky contribui para a análise das estratégias dos bancos pela inclusão de uma nova decisão a ser tomada por essas instituições com a evolução do sistema financeiro: a administração do seu passivo (DE PAULA, 1999, p. 179). Os bancos, principalmente após a década de 1960, passaram a tentar influenciar o comportamento dos depositantes, para aumentar a captação de recursos de modo a atender ao máximo as oportunidades de lucro permitidas pelos ativos.

Outro aspecto a ser analisado para o entendimento das operações dos bancos é a natureza dos recursos que eles colocam à disposição dos tomadores. A concepção clássica é de que os bancos apenas tornariam disponíveis recursos captados anteriormente, por depósito de poupanças. (CARVALHO, *et al*, 2001, p. 270) Entretanto, os keynesianos identificam a possibilidade de os bancos promoverem depósitos apoiados apenas na criação de obrigações contra eles próprios<sup>20</sup>, ou seja, “promessas de entrega de meio circulante”. A emissão dessas “promessas” estaria limitada somente à capacidade do banco de cumprir com as demandas diárias de retiradas de depósitos (que normalmente representam apenas uma fração do total de depósitos operados pelo banco)<sup>21</sup>. Essa última forma dá aos bancos a capacidade de criação endógena de moeda<sup>22</sup>, essencial para a compreensão do circuito de financiamento característico do atual estágio da economia capitalista.

A teoria de origem keynesiana, ao identificar a criação de recursos antes da poupança, reverte a causalidade entre poupança e investimento<sup>23</sup>. Este passa a depender apenas da disposição dos empresários a investir<sup>24</sup> e da preferência pela liquidez do sistema bancário, pois a oferta de moeda pode ser adequada a qualquer necessidade. A poupança atua apenas para a distribuição da renda ao final do ciclo da produção.

Esse primeiro passo para a viabilização financeira do investimento é realizado na forma de empréstimos de curto prazo para as empresas. O desafio seguinte que os investidores encontram é

<sup>20</sup> STUART (1999, p. 157) localiza na estabilidade dos horizontes de pagamentos e na existência de instituições (banco central, mercados de ativos financeiros e interbancários) a viabilidade da “criação de moeda bancária *ex-nihilo*”, com a manutenção somente de margens de segurança nos bancos.

<sup>21</sup> CARVALHO, *et al* (2001, p. 270) classificam as duas formas de depósitos como depósitos primários (apoiados em poupança prévia) e depósitos secundários (criados pelo banco). A administração de passivo nesse contexto é a tentativa adequar as restrições de reserva (técnicas ou impostas pela autoridade monetária) à demanda de moeda que o banco está disposto a suprir.

<sup>22</sup> PINEAULT (2001, p. 14) afirma que a moeda assim criada é canalizada para dois destinos: a compra de ativos ou para a cessão de empréstimos (uma nova exposição da composição de ativo). DE PAULA (1999, p. 181) mostra que a endogeneidade reside na possibilidade de a demanda por moeda comandar a oferta.

<sup>23</sup> “savings (...) are the end result of the financial process not its condition of possibility”. (PINEAULT, 2001)

<sup>24</sup> Os elementos que comandam essa decisão serão mais bem expostos na seção seguinte.

compatibilizar a sua estrutura de endividamento com o período de maturação dos seus investimentos.

Antes de elucidar essa questão, é importante verificar o impacto do investimento realizado a partir do crédito criado *ex-nihilo*. O investimento potencializado pelo sistema de crédito provocará um efeito multiplicador sobre a renda e, conseqüentemente, sobre o consumo e a poupança. O consumo ampliado é responsável por parte do pagamento das obrigações contraídas pelas empresas.

A poupança ampliada, equivalente ao investimento por identidade, é canalizada pelas famílias para depósitos a prazo, fundos de investimento, títulos de empresas e governo, entre outros, ou é simplesmente mantida em sua forma líquida de moeda. Os recursos para a transformação das dívidas das empresas de curto para longo prazo provêm dessa poupança. Contudo, a canalização da poupança para os destinos “certos” depende de um arranjo institucional que permita essa operação, ou seja, o *funding*<sup>25</sup>.

## 2.3 OS POTENCIAIS DE CRISE – A INSTABILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY

A interpretação de Keynes sobre a decisão de investimento, contrapondo eficiência marginal do capital e taxa de juros, já inseria um grande elemento de instabilidade sobre o nível de produção. A eficiência marginal depende de expectativas e essas podem ser afetadas por elementos diversos relacionados ao processo de produção. Apesar disso, Keynes centralizou a sua análise da composição da eficiência marginal em um único elemento: a visão dos empresários sobre o futuro. Isso fortaleceu na teoria o impacto dos aspectos financeiros, já que o principal elemento confrontado com a expectativa futura é a taxa de juros (CROTTY, 1986, p. 2).

A proposta de Minsky para a instabilidade endógena da produção capitalista apoiada em sistemas financeiros seguiu a mesma linha de Keynes. A estrutura de exposição da sua teoria será a identificação inicial dos seus dois fundamentos: a teoria do investimento e a teoria da determinação dos lucros. Esses dois elementos estão compreendidos no seu sistema duplo de preços e são baseados nas idéias de Kalecki e Levy. Os dois níveis de determinação de preços adotados por Minsky são o dos preços da produção corrente (que responde pela determinação dos lucros) e o dos preços dos bens de capital (que condiciona a decisão de investimento).

No nível da produção corrente, os empresários fixam preços (e não simplesmente tomem preços dados pelo mercado, como na abordagem clássica), pela aplicação de um *markup* sobre os custos com mão-de-obra (salários). A capacidade de fixação do *markup* está condicionada ao poder de mercado de cada empresa.

---

<sup>25</sup> “Na realidade, tal coordenação não se dá, necessariamente, na medida em que os horizontes de aplicação de investidores produtivos e poupadores/proprietários de riqueza em geral são distintos.” (STUDART, 1999, p. 161)

Entretanto, a fixação do *markup* não garante a realização efetiva dos lucros. Em níveis agregados, só é possível tomar como certa a realização dos gastos de consumo apoiados na remuneração dos salários. A parcela correspondente aos lucros equivale à soma de outros agregados, a saber, investimentos, consumo dos empresários (capitalistas), déficit público e exportações líquidas, reduzida da poupança dos trabalhadores<sup>26</sup>. No modelo mais simples, o investimento privado representa todos esses gastos.

No nível de preços dos bens de capital interagem dois elementos: o preço de oferta e o preço de demanda. A relação entre eles determina as aquisições de capital, ou seja, os investimentos<sup>27</sup>.

O preço de oferta é determinado de maneira semelhante ao preço da produção corrente, com a aplicação de um *markup* sobre os custos. A diferença reside na inclusão dos custos do *financiamento* do bem de capital sobre esse preço.

O preço de demanda é o preço que os empresários estão dispostos a pagar por unidades adicionais de capital, e é relacionado à expectativa dos empresários sobre os lucros futuros. O lucro futuro depende da realização de investimentos futuros (abstraindo os demais componentes agregados). A aquisição de capital só ocorre quando os preços de demanda são superiores aos preços de oferta.

O comportamento de preços de oferta e demanda é inverso para níveis crescentes de investimento em bens de capital. Eles são constantes para níveis abaixo de um patamar. A partir desse patamar, os preços de oferta aumentam e os preços de demanda declinam, permitindo o equilíbrio.

Verifica-se então, que os níveis de investimento para o novo período, cruciais para a realização dos lucros, dependem do segundo sistema de definição de preços. Esse, por sua vez, depende dos lucros futuros, que dependem do investimento futuro. Lucros e investimento são dessa forma conectados e abre-se a possibilidade da perpetuação de um nível constante de investimentos.

Minsky sintetiza a conexão posterior entre investimento e financiamento por meio da figura do “véu de dinheiro”<sup>28</sup> empregada por Keynes. Nessa compreensão das relações capitalistas, a economia se encontra em um estágio caracterizado pela aquisição de capital com base predominantemente em empréstimos. Isso induz a um panorama em que os detentores dos bens de capital apresentam perfis de endividamento elevados, e os verdadeiros detentores da riqueza

<sup>26</sup> Ver PAPADIMITRIOU; WRAY; p. 9 e 14.

<sup>27</sup> Os fundamentos para o sistema duplo de preços já estão em Keynes. “Vimos (...) que o volume de investimento depende da relação entre a taxa de juros e a curva da eficiência marginal do capital correspondente aos diferentes volumes de investimento corrente, ao passo que a eficiência marginal do capital depende da relação entre o preço de oferta de um ativo de capital e a sua renda esperada” (KEYNES, 1985, p. 109) (a renda esperada é a base para o preço de demanda, dentro da terminologia usada na sequência)

<sup>28</sup> “veil of money”, no original. Minsky atenta para a diferença desse conceito para o véu de dinheiro da teoria quantitativa da moeda, que representa a interposição do dinheiro sobre a troca de mercadorias (MINSKY, 1992b, p.3)

(financiadores) não têm sua riqueza expressa em elementos do capital, mas apenas em fluxos de obrigações a receber no futuro.

O investimento fica então condicionado ao financiamento. Este só se dá, contudo, se houver a expectativa de pagamento futuro dos empréstimos, o que depende da capacidade de geração futura de lucros pelos empresários. Como o modelo adotado por Minsky para os investimentos conclui que o lucro no fim de um ciclo produtivo só é realizado com a efetivação dos investimentos para o ciclo seguinte (que dependem, por sua vez, da expectativa de lucros futuros), cria-se a ligação entre financiamento, ritmo de investimentos e lucro.

O potencial de crise na análise de Minsky se encontra na incapacidade de os instrumentos microeconômicos que as empresas têm ao seu dispor garantirem em nível macroeconômico a realização dos lucros (dentro da lógica kaleckiana) e a conseqüente formação de fluxos de caixa para a sustentação das estruturas de endividamento<sup>29</sup>. Nesse contexto, propõe sua “hipótese da instabilidade financeira”, que atenta para a crescente debilidade das estruturas financeiras das empresas como conseqüência “natural” do desenvolvimento da economia capitalista.

No estágio de capitalismo financeiro analisado por Minsky, para a aquisição de bens de capital, as empresas necessitam, em sua maioria, contrair débitos para financiar seus investimentos. A empresa<sup>30</sup> pode então se colocar em três posições:

- *Hedge*: os fluxos de caixa são mais do que suficientes para cobrir os juros das dívidas contraídas;
- *Especulativa*: os fluxos de caixa permitem arcar com o serviço das dívidas, mas não há amortização do principal; as empresas nessa situação devem rolar a dívida a cada período;
- *Ponzi*: não é possível sequer cumprir com os juros da dívida; a empresa depende da aquisição de novas parcelas de crédito a cada período, ou então deve vender partes de seu capital para pagar seus compromissos.

Minsky afirma que uma economia em que prevaleçam as unidades em *hedge* é uma economia relativamente estável. Quanto maior a proporção de unidades *Ponzi*, maior a possibilidade de a economia estar imersa em um círculo vicioso (como a deflação de dívidas, ou *debt deflation*). A influência da estrutura financeira das empresas sobre a estabilidade da economia como um todo é o primeiro teorema da sua hipótese. (MINSKY, 1992b, p.8)

<sup>29</sup> “Minsky emphasized that market power, alone, proved to be insufficient to ensure revenue flows that are necessary to meet financial commitments”. (PAPADIMITRIOU; WRAY, 1999, p.1)

<sup>30</sup> Essas posições também são utilizadas para classificar a postura dos bancos quanto à concessão de empréstimos e captação de recursos. (DE PAULA, 1999, p. 184)



O segundo teorema versa sobre a transição entre estruturas financeiras. Segundo Minsky, períodos de crescimento econômico prolongados conduzem uma economia predominantemente em *hedge* para a posição especulativa. Possíveis pressões antiinflacionárias do governo, ou a revisão dos bancos quanto os riscos dos financiamentos cedidos podem contrair a disponibilidade de crédito e colocar as unidades na situação de *Ponzi*<sup>31</sup>.

O arranjo institucional do sistema financeiro e a natureza das firmas bancárias têm grande influência sobre o movimento de instabilização do sistema financeiro. Quando há um ritmo constante de expansão da economia, o caráter ativo das instituições bancárias e a concorrência no setor levam-nas a buscar sempre uma posição de melhor rentabilidade. Esse objetivo é atingido com o aumento do *spread* (diferença entre juro de captação e empréstimo) e da expansão das operações para além do capital próprio do banco. Há então a adoção de mecanismos cada vez mais eficientes de concessão de crédito e a exploração de oportunidades com grau de risco cada vez maior para a formação de seus ativos e passivos.

O momento seguinte, da contração do crédito, é descrito na seguinte passagem de Carvalho *et al*:

“Na medida em que se amplia a percepção dos riscos totais, os bancos tendem a se tornar mais conservadores *para um dado estado de expectativas*, tornando-se mais seletivos em relação aos créditos, buscando aumentar os requisitos em termos de garantias e o *spread* de juros em suas operações”. (CARVALHO, *et al*, 2001, p. 399)

A postura mais conservadora dos bancos provoca a reversão do ciclo quando o estado de expectativas pára de “crescer”. Isso provoca a tentativa de várias firmas de fechar seus caixas com a venda de capital, o que causa o declínio acentuado do preço de demanda dos bens de capital, e consoma-se a crise financeira. Não há mais estímulo para o investimento (os preços de oferta de capital agora são superiores aos de demanda), e as expectativas de estagnação aí formadas alimentam a posterior expressão real desse fenômeno. Após a crise e a contração dos investimentos, o ambiente financeiro volta a se tornar robusto e é possível (porém não necessário) um novo ciclo de expansão.

---

<sup>31</sup> “Minsky demonstra que a fragilidade financeira é uma característica intrínseca a economia em que, devido à existência de mecanismos de crédito desenvolvidos (em especial de crédito bancário), é possível financiar posições de longo prazo através da administração de um fundo rotativo de passivos de curto prazo” (STUDART, 1999, p. 161)

### 3 CONFRONTO DAS INTERPETAÇÕES DAS DUAS TEORIAS

#### 3.1 OS DIFERENTES MOTIVOS DAS CRISES

A comparação das teorias marxista e keynesiana sobre a crise estará centrada na questão da predominância dos elementos reais ou financeiros na deflagração das crises. Um dos autores que compara a natureza dos potenciais intrínsecos de instabilidade da produção capitalista propostos pelas duas teorias é James Crotty. Em um de seus artigos (CROTTY, 1986), ele afirma que a compreensão de Minsky sobre o sistema financeiro é compatível com a visão de Marx sobre a instabilidade da reprodução capitalista. O problema está na ênfase dada por Minsky (o que evidencia a influência do pensamento de Keynes sobre este autor) para os aspectos financeiros da crise, o que faz com que em seu modelo não existam fontes de crise no setor real<sup>32</sup>.

Os fundamentos da crítica a Minsky estão nos modelos de lucro e investimento por este adotados. Ele assume a convergência entre poupança e investimento, de maneira independente da determinação real dos lucros. A dependência da realização do lucro dos investimentos passados está apenas no nível de investimentos presente, que por sua vez depende da expectativa de lucros futuros. Nesse quadro é possível a manutenção de taxas de lucro constantes<sup>33</sup> simplesmente pela aplicação de um *markup* aos custos e pelo desenrolar dos investimentos em níveis constantes (que geram a renda nas proporções exatas para adquirir o produto e financiar os investimentos).

Isso faz com que a decisão de investimento seja alterada somente por variações na taxa de juros. Como a taxa de lucro se mantém constante, as expectativas dos empresários que regem a eficiência marginal do capital não são alteradas. A única fonte de instabilidade passa a residir nos juros. Daí o caráter puramente financeiro da crise em Minsky. A ruptura do processo de acumulação se dá sob a deterioração das condições de crédito<sup>34</sup>.

Crotty aponta algumas influências que o setor real tem sobre a acumulação que podem induzir a redução dos investimentos: aumento do custo de matérias-primas, aumento de salários, queda do crescimento da produtividade, aumento da competição de produtos importados e saturação

---

<sup>32</sup>“Minsky’s work on financial aspects of the cycle fits rather nicely into a general Marxian approach to growth and instability (...) However, there is a major problem with Minsky’s theory of capitalist instability as evaluated from a Marxian perspective: there are no real-sector sources of instability in his model” (CROTTY, 1986, p.4)

<sup>33</sup> A seguinte afirmação de Minsky poderia colocar em dúvida o papel secundário dos lucros em seu modelo: “In spite of the greater complexity of financial relations, the key determinant of system behavior remains the level of profits.” (MINSKY, 1992b, p. 5) Contudo, no posterior desenvolvimento do modelo, a dependência simples do lucro em relação ao investimento fica explícita: “Expectations of profits depend upon investment in the future, and realized profits are determined by investment” (MINSKY, 1992b, p. 6)

<sup>34</sup> Em Hilferding o processo é inverso: as condições de crédito se deterioram como reflexo da frustração na reprodução do capital. A incapacidade de gerar lucro é percebida somente com algum atraso (é o efeito potencializador do sistema financeiro). A não geração de lucro é associada à superprodução; parte do produto das empresas está além da quantidade socialmente necessária, portanto, desprovida de valor de troca (o valor de uso é condição necessária para o valor de troca).

do mercado<sup>35</sup>. Essas observações são coerentes com o mecanismo apontado por Hilferding para o início das crises, de reversão dos fatores que ampliam a taxa de lucro.

Outro ponto importante é a maior profundidade das análises de Marx e Hilferding no estabelecimento de *relações de proporcionalidade* do setor real (da natureza da produção) que devem ser sustentadas para que a acumulação se mantenha. Aí residem potenciais de instabilidade que não são considerados nos modelos de investimento gerador de poupança.

Por outro lado, Crotty identifica na teoria marxista uma menor prioridade no tratamento do lado financeiro da economia. Ele comenta que Marx possuía uma compreensão adequada da importância do sistema financeiro, mas não chegou a desenvolvê-la plenamente<sup>36</sup>. O menor desenvolvimento em Marx da teoria do setor financeiro em comparação com o setor real, contudo, não quer dizer que Marx não compreendesse adequadamente os fenômenos ligados ao crédito<sup>37</sup>.

Percebe-se, portanto, que as virtudes de cada teoria contempla aspectos diferentes, de modo que é possível conjugar com a análise real proposta pela teoria marxista com a análise financeira da teoria keynesiana para a construção de uma teoria mais geral das crises<sup>38</sup>. Um ponto comum já existe no restabelecimento do ciclo de acumulação após a crise: a incapacidade de uma baixa taxa de juros, por si só, induzir os investimentos possíveis<sup>39</sup>.

### 3.2 AS SEMELHANÇAS NA COMPREENSÃO DO SISTEMA FINANCEIRO

Autores como Pineault afirmam que Marx e Hilferding compreendem a intermediação financeira da mesma maneira que os clássicos – suas teorias seriam teorias de fundos emprestáveis<sup>40</sup>. Nesse caso, as críticas realizadas por Keynes e os pós-keynesianos aos clássicos seriam aplicáveis a Marx, e o poder de explicação da teoria marxista seria comprometido.

<sup>35</sup> (CROTTY, 1986, p. 6). Alguns autores pós-keynesianos atentam também para as restrições do lado real para o investimento, mas apenas no que diz respeito aos riscos *inflacionários* do pleno-emprego de algum dos fatores de produção. (STUDART, in LIMA *et al*, 1999, p. 169, nota 27)

<sup>36</sup> *Ibid.*, p. 10 e 11. O inverso ocorreu com Keynes e Minsky, que até tinham em mente a questão real da eficiência marginal do capital, mas concentraram seus esforços na explicação do comportamento das variáveis financeiras.

<sup>37</sup> Alguns autores, contudo, não perceberam os desenvolvimentos da teoria marxista nesse campo, talvez por uma leitura inadequada ou incompleta da obra de Marx: “[Keynes] perfectly understood the credit nature of money in economy, [Marx] didn’t. Karl Marx, prisoner of the Classics hypothesis, didn’t underline in his analysis the role of credit in economy.” (ACCOCE, 2006, p. 10)

<sup>38</sup> Um modelo de circuito integrando as teorias de Marx, Keynes e Minsky é o objeto do estudo de Pineault (2001).

<sup>39</sup> Comparem-se os seguintes trechos sobre o papel dos juros: “conquanto o enfraquecimento do crédito seja bastante para levar a uma crise, o seu fortalecimento, embora uma condição necessária da recuperação, não é condição suficiente.” (KEYNES, 1985, p. 115) “(...) é uma noção estranha a de os teóricos das crises apontarem precisamente a ociosidade do capital monetário como o mais forte propulsor da ampliação da reprodução. (...) Não se trata de o motivo para a acumulação ser reforçado pela liquidez monetária depois da crise, mas se é objetivamente possível ou não a ampliação da produção.” (HILFERDING, 1986, p. 266 e 267)

<sup>40</sup> “The major difference between the perspective we are trying to develop and a marxian perspective is that the unity of the two tiers of the finance relation is understood in the marxian tradition through a loanable funds approach while we think a regulationist or postkeynesian endogenous money approach is more appropriate.” (PINEAULT, 2001, p. 9).

Entretanto, a leitura aqui realizada das análises de Marx e Hilferding permite afirmar que há distinções em relação à teoria clássica de fundos emprestáveis. Para isso, será investigada a medida em que as características principais da teoria pós-keynesiana de moeda endógena já se encontram presentes na teoria marxista do crédito. Os pontos avaliados para isso são: a capacidade de criação de moeda no sistema financeiro, a decisão de investimento independente de poupança prévia (ou seja, a capacidade de a demanda por moeda controlar a oferta)<sup>41</sup>, e o caráter ativo ou passivo dos bancos na concessão de crédito.

Nos clássicos, existe investimento porque as taxas de juros fazem com que os indivíduos abdicuem do consumo e disponibilizem o dinheiro, por meio do sistema financeiro, para os aplicadores. Em Marx e Hilferding, há a formação espontânea de reservas, decorrente das características materiais da produção (fenômeno que não é percebido por Keynes e os pós-keynesianos) e da mobilização de recursos relativos aos pequenos saldos mantidos no sistema bancário por todos os agentes para os fins de transações. Dessa maneira, os dois primeiros pontos são verificados: há criação de moeda e o fornecimento de capital para os demandantes não depende do capital *intencionalmente* mobilizado para financiamento.

O limite ao financiamento, em Marx, portanto, pode ser localizado na disponibilidade de capital ocioso (um limite que não fica tão claro na análise keynesiana) e nas estratégias dos bancos. A taxa de juros não apresenta uma relação forte com a poupança como propõe a teoria clássica, o que faz com que a teoria marxista esteja mais próxima da análise pós-keynesiana.

Finalmente, no que diz respeito ao comportamento da firma bancária em Marx, já é visível a compreensão de um sistema financeiro ativo. Os aspectos de composição do capital bancário e de composição dos empréstimos a serem concedidos já são objeto do capítulo X de Hilferding (1985). Além disso, o caráter ativo dos bancos na formação do seu passivo mostrado por Minsky guarda semelhança com a “terceira função”, de captação de recursos, em Hilferding.

### 3.3 A COMPREENSÃO DOS JUROS COMO FONTE DAS DIVERGÊNCIAS

Tanto Keynes como Marx estabeleceram suas teorias sobre o juro como críticas à concepção clássica, o que os levou a conclusões semelhantes, como a crítica à idéia da formação de juros como decorrência do simples ato de poupança. Deste ponto em diante, contudo, evidencia-se uma distinção entre as teorias no caráter atribuído à determinação dos juros. Para Marx, o acréscimo no

---

<sup>41</sup> “mostrar que o sistema bancário tem uma capacidade flexível de criação de crédito não traz em si nenhuma novidade após a teoria dos fundos emprestáveis. A novidade em Keynes se liga à causalidade entre investimento e poupança na teoria da demanda efetiva”. (STUDART, in LIMA *et al*, 1999, p. 158). “What is determining for capitalist investment is not access to a pre-existing stock of idle money, but rather access to lines of credit extended by banks at terms which permit profitable investment, in a word access to endogenous bank money as flow of credit not as stock of funds.” (PINEAULT, 2001, p. 12)

valor de uma soma poupada de dinheiro só é possível com a sua inserção em um processo produtivo, sua mobilização como capital. Keynes<sup>42</sup>, por sua vez, localiza na aceitação da incerteza o elemento que justificaria o recebimento de juros. Percebe-se que a primeira teoria fundamenta a explicação em elementos reais<sup>43</sup>; a segunda assume o juro como um fato de natureza puramente monetária. É aí que reside a origem da diferença entre as ênfases dadas por autores posteriores na compreensão do fenômeno mais complexo da crise financeira.

A explicação marxista para o juro não dissocia a justificação do juro de seu substrato real, a transferência do direito sobre parte do lucro, ou seja, parte do trabalho comandado realizado e não remunerado. A teoria keynesiana investiga um elemento que apenas “justifica” a existência do juro, mas pouco descreve os fundamentos materiais para o pagamento dos juros. A visão adotada é similar à de simples remuneração de fatores de produção.

Um outro ponto de interesse é a sutil diferença na maneira de determinar a taxa de juros. Os conceitos de moeda e capital monetário (objetos de demanda e oferta) são próximos, mas não são equivalentes. Em Marx, focaliza-se o capital monetário, uma das formas assumidas pelo capital em seu processo de reprodução. Esse conceito demonstra uma maior precisão em relação ao conceito de capital usado nas teorias clássica e keynesiana, relacionado aos bens utilizados para a produção (Marx considera essa apenas uma das formas do capital). A transformação na forma dinheiro (ou a sua obtenção) constitui o impulso inicial para a aceitação dos juros, e não a procura e oferta por formas materiais de capital.

A negação de Keynes em relação à teoria clássica, pela aceitação dos juros como um fenômeno monetário e não como interação entre oferta e demanda de capital, não representa negação da teoria de Marx. Os juros realmente não decorrem da procura e oferta de “capital” (a imprecisão dos termos leva a conclusões precipitadas sobre a teoria marxista). A forma monetária do capital, entendida por Keynes na figura da liquidez, é que desempenha em Marx papel fundamental para a taxa de juros. As afirmações de Marx negando a relação entre lucro e nível da taxa de juros<sup>44</sup> reforçam a compatibilidade nesse ponto. Embora compatível, o conceito de liquidez deixa de lado a inserção do juro na rotação do capital, provocando as inconsistências a seguir apontadas.

---

<sup>42</sup> “Deveria ser óbvio que a taxa de juros não pode ser um rendimento da poupança ou da espera como tal”. (KEYNES, 1985, p. 122)

<sup>43</sup> “O único pressuposto do juro é o capital, por conseguinte o juro não constitui uma determinação do dinheiro” (GERMER, 1996). Em Marx o juro não é um fenômeno exclusivamente monetário.

<sup>44</sup> “[o limite para as taxas de juros] é determinado pela procura e oferta de capital monetário, em *contraste* com as outras formas de capital” (MARX, 1986, p. 319) Mais adiante: “[é falsa] a alta da taxa de lucro como causa da alta da taxa de juros (...). A procura de capital monetário [pode] aumentar embora o lucro caia” (*Ibid*, p. 320)

A diferença no objeto monetário faz com que ambas teorias concebam uma ampliação dos meios existentes pela atuação do setor bancário, mas apenas a teoria marxista fixe de maneira precisa os limites da expansão (na disponibilidade de capital potencial ocioso).

Além disso, a demanda de recursos em Keynes deixou de captar elementos importantes. Em Marx e Hilferding, as maiores pressões advêm da aceleração e ampliação de capital e, quando iniciada a crise, da obtenção de dinheiro para a realização de pagamentos e manutenção da rotação do capital. Em Keynes a demanda causada por ampliação de capital foi introduzida tardiamente na teoria, pelo motivo *finanças*<sup>45</sup>. Todavia, o aumento da demanda pelo comprometimento das firmas não é evidenciado (por esse motivo passa-se, na análise minskiana, diretamente da contração no crédito para o estágio da venda de bens de capital com deflação). Isso pode ser visto como um efeito de segunda ordem da não efetivação do *funding* sobre a demanda monetária. É possível também a analogia desse movimento com a demanda por transação, embora na maioria dos modelos a transação apareça simplesmente como uma função da renda. Assim, para a situação de crise, a análise marxista pode influenciar uma nova formulação para esse motivo da demanda por moeda.

Dada a distinção de moeda e capital monetário, questiona-se a existência de algum contato entre a teoria da preferência pela liquidez e a teoria marxista do capital portador de juros. A resposta é afirmativa na seguinte situação: a oferta de capital monetário, com o desenvolvimento do terceiro estágio de Hilferding, passa a depender de captações de recursos a partir de classes não-capitalistas, fora do capital ocioso. Somando-se a esse comportamento o fenômeno identificado por Marx de fetichização da mercadoria-capital (o dinheiro aparece com tendo por si próprio a capacidade de se multiplicar), tem-se que essa captação pode estar regulada por leis de natureza “psicológica”<sup>46</sup> (seguindo termos que o próprio Keynes utiliza para descrever algumas bases de sua teoria). A preferência pela liquidez, por sua vez, colocada em termos marxistas, poderia ser o confronto entre as decisões de disponibilizar o capital como mercadoria (pois a aplicação em títulos nada mais é do que a colocação, ainda que intermediada pelo sistema financeiro, de capital para uso dos capitalistas) ou simplesmente entesourar.

## CONCLUSÃO

Na teoria marxista, são explícitas a origem do juro como parcela do lucro e a dependência deste em relação ao ciclo produtivo de reprodução do capital. O sistema financeiro desenvolvido a

<sup>45</sup> No artigo de Oreiro (1999) descreve-se o debate teórico travado por Keynes com Hawtrey, Robertson e Ohlin, representantes da teoria clássica, que o levou a incluir o motivo *finanças* na demanda por moeda.

<sup>46</sup> Pineault (2001, p. 23) indica a compatibilidade entre o fetichismo sobre a mercadoria-capital, na teoria marxista, e a figura da convenção no comportamento dos agentes, na teoria keynesiana.

partir desse ponto envolve um primeiro estágio de aceleração da rotação do capital, um segundo estágio de intensificação do uso do capital, pelo aproveitamento do capital ocioso retido nos bancos, e um terceiro estágio de captação de capital em outras classes.

A crise financeira nesse sistema surge da frustração de inversões de capital refletida e ampliada na incapacidade de realização de pagamentos. Fatores reais, como a natureza dos investimentos em capital fixo, conjugados com um sistema de preços que não garante o equilíbrio da reprodução são os motivos para a instabilidade endógena da geração de lucro. O sistema financeiro pode retardar quebra da rede de pagamentos; as empresas passam a aumentar seu capital somente com a intenção de cumprir com seus débitos, não mais para ampliar a reprodução. Quando o crédito se contrai, pelas limitações do sistema financeiro, a crise irrompe; as empresas passam a buscar a transformação do capital na forma de mercadorias em capital monetário pela venda abaixo dos custos, o que gera uma espiral deflacionária e induz à impossibilidade de realização da rede de pagamentos.

Na teoria keynesiana, o juro é decorrência do desejo dos agentes em reter moeda. Uma vez estabelecido o equilíbrio entre oferta e demanda de moeda, a taxa de juros daí resultante é confrontada com as expectativas dos empresários sobre a lucratividade para determinar o nível de investimentos. O sistema financeiro tem um importante papel, pela criação endógena de moeda, de tornar a decisão de investimento independente de poupança prévia. Identifica-se o circuito financiamento-investimento-poupança-*funding*, pelo qual o financiamento necessário ao investimento é inicialmente criado pelos bancos, para que, a seguir, a renda e o perfil das remunerações decorrentes dos investimentos sejam suficientes para a formação de uma poupança, que é canalizada para o alongamento das dívidas criadas no financiamento por meio do *funding*.

Minsky aponta que, em uma economia em expansão, as estruturas financeiras das empresas e bancos tendem a caminhar para um maior grau de fragilidade (maiores endividamento e risco). Em um determinado ponto, as instituições financeiras adotam uma postura mais conservadora, e a restrição do crédito torna impossível a realização da cadeia de pagamentos. As empresas passam a se desfazer de bens de capital para quitar as dívidas, deflagrando a crise e instituindo um processo deflacionário.

A teoria keynesiana, particularmente o desenvolvimento dado por Minsky, dá maior importância aos aspectos financeiros da crise. No referencial marxista, o setor financeiro é responsável pela ampliação e deslocamento no tempo de uma crise real na reprodução. Apesar das diferenças, é possível integrar as duas visões em um modelo mais completo de explicação das crises.

As dinâmicas dos sistemas financeiros das duas teorias apresentam pontos em comuns. A endogeneidade da criação de meios de pagamento e a flexibilidade no ajuste às necessidades de investimento estão presentes nos dois modelos.

A análise marxista é mais precisa no delineamento dos fundamentos de sua teoria. A concepção dos juros é construída sobre um conceito forte de capital, entendido como uma relação social que assume diversas formas em seu movimento.

A análise keynesiana acaba por separar os movimentos do dinheiro e das mercadorias. Isso não a impede de chegar a conclusões semelhantes às dos marxistas, mas cria a possibilidade de inconsistências posteriores, como a análise da demanda por moeda no lugar da demanda por capital monetário, e a equiparação do sistema financeiro marxista à concepção clássica dos fundos emprestáveis.

## REFERÊNCIAS

ACCOCE, Jean-Vincent. John Maynard Keynes' and Marx's circuitist approach: a comparative study. In: INTERNATIONAL POST KEYNESIAN CONFERENCE, 9., 2006, Kansas City.

BOTTOMORE, Tom (Ed.). **Dicionário do pensamento marxista**. 2. ed. Rio de Janeiro: J. Zahar, 1988.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de; *et al.* **Economia monetária e financeira**: teoria e política. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

CHICK, Victoria. **Macroeconomia após Keynes**: um reexame da teoria geral. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1993.

CROTTY, James R. **Marx, Keynes, and Minsky on the Instability of the Capitalist Growth Process and the Nature of Government Economic Policy**. Armonk, NY: M. E. Sharpe, 1986.

DE PAULA, Luiz Fernando Rodrigues. Teoria da firma bancária. In: LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João; DE PAULA, Luiz Fernando Rodrigues (org.). **Macroeconomia moderna**: Keynes e a economia contemporânea. Rio de Janeiro: Campus, 1999. p. 171-189.

FEIJÓ, Carmem Aparecida. Decisões empresariais em uma economia monetária de produção. In: LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João; DE PAULA, Luiz Fernando Rodrigues (org.). **Macroeconomia moderna**: Keynes e a economia contemporânea. Rio de Janeiro: Campus, 1999. p. 109-132.

GERMER, C. M. **Dinheiro, capital e dinheiro de crédito** - o dinheiro segundo Marx. Campinas: Unicamp, 1995. Tese de doutoramento.

GERMER, C. M. . O capital de comércio de dinheiro como conexão entre o capital produtivo e o crédito bancário, segundo Marx. In: XXIV Encontro Nacional de Economia, 1996, Águas de Lindóia - SP. **Anais do XXIV Encontro Nacional de Economia. Águas de Lindóia - SP**: ANPEC - Associação Nacional dos Cursos de Pós-Graduação em Economia, 1996. v. 4. p. 171-192.



HILFERDING, Rudolf. **O Capital Financeiro**. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

KEYNES, John Maynard. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

MARX, Karl. **O Capital**. v.1, t. 1. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

\_\_\_\_\_. **O Capital**. v.3, t. 1. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1986.

MINSKY, Hyman P. **The Capital Development of the Economy and the Structure of Financial Institutions**. Working Paper n. 72, Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Jerome Levy Economics Institute, 1992a.

\_\_\_\_\_. **The Financial Instability Hypothesis**. Working Paper n. 74, Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Jerome Levy Economics Institute, 1992b.

\_\_\_\_\_. **Finance and Stability: the limits of capitalism**. Working Paper n. 93, Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Jerome Levy Economics Institute, 1993.

OREIRO, José Luís. O debate sobre os determinantes da taxa de juros. In: LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João; DE PAULA, Luiz Fernando Rodrigues (org.). **Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, 1999. p. 225-243.

PAPADIMITRIOU, Dimitri B.; WRAY, L. Randall. **Minsky's Analysis of Financial Capitalism**. Working Paper n. 275, Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Jerome Levy Economics Institute, 1999.

PINEAULT, Eric. **Finance Capital and the Institutional Foundations of Capitalist Finance: Theoretical Elements from Marx to Minsky**. Working Paper. Paris: École de Hautes Études en Sciences Sociales, 2001.

STUDART, Rogério. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. In: LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João; DE PAULA, Luiz Fernando Rodrigues (org.). **Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, 1999. p. 151-170.