

Convergências e dissonâncias entre as abordagens marxianas e minskyanas das crises econômicas

Sessões Ordinárias Área 1. Subárea 1.1 História do Pensamento Econômico

Gregório da Cruz Araújo*
Pedro de Oliveira Guimarães**
Thiago de Moraes Moreira**

Resumo:

A crise econômica mundial não apenas ratificou a natureza cíclica da economia capitalista, como também uma crise do pensamento econômico dominante para explicá-las. O presente artigo objetiva discutir, teoricamente, as crises econômicas a partir das contribuições de Marx e Minsky. Apesar de enfoques aparentemente distintos, buscar-se-á demonstrar que são compatíveis e que uma abordagem Marx-Minsky é robusta para compreender a financeirização que antecede a crise contemporânea.

Abstract

The global economic crisis not only confirmed the cyclical nature of capitalist economy, but also a crisis of mainstream economics to explain them. This article discusses theoretically the economic crises considering the contributions of Marx and Minsky. Despite apparently different approaches, the article demonstrates that they are compatible and that a Marx-Minsky approach is robust to understand financialization phase that precedes the contemporary crisis.

1. Introdução

A crise econômica mundial que abalou os mercados em meados de 2007 e se intensificou ao final de 2008 levou a economia global a registrar seu primeiro declínio na taxa de variação do produto interno bruto, desde o início da série calculada pelo FMI em 1980¹. Ou seja, em mais de 30 anos. Nesse período conturbado, grandes empresas faliram, fortunas se esvaíram, milhões de pessoas perderam seus empregos e houve aumento da pobreza em vários países. Entretanto, se é possível mencionar algum tipo de benefício em meio a essa hecatombe, certamente entre eles podem ser enumerados o acirramento do debate e o questionamento das hipóteses que orientaram a interpretação sobre a dinâmica de uma economia capitalista, bem como sobre as políticas econômicas vigentes no imediato pré-crise. Ocorreu que entre os anos 1990 e 2000 o modelo neoliberal baseado em fundamentos da escola econômica neoclássica se consolidou de forma avassaladora nos meios acadêmicos e políticos pelo mundo todo. Assim, minimizou-se o debate e os economistas não alinhados

* Doutorando pelo PPGE/IE/UFRJ, Economista da Petrobras

** Mestres pelo PPGE/IE/UFRJ, Economistas da Petrobras

¹ Restringe-se aqui à série disponível no World Economic Outlook Database, October 2010. De acordo com essa, a taxa de variação do PIB mundial em 2009 foi de -2,0%.

com a considerada à época verdade universal foram taxados de atrasados e superados e, portanto desqualificados perante a sociedade. Daí, pode-se podermos falar também em uma “crise no próprio pensamento econômico”.

Contudo, a crise veio mostrar que a história é um processo. O debate sobre teoria econômica, que sempre será rico, ganhou força novamente, de modo que pensadores, teóricos e pesquisadores, antes, marginalizados ganharam espaço. É nesse contexto que o presente artigo se coloca. Com as limitações sobre a interpretação da dinâmica capitalista do *mainstream* em mente, mas sem considerar aspectos empíricos sobre a recente crise econômica mundial, analisar-se-á as convergências e dissonâncias entre as abordagens marxianas e minskyanas das crises econômicas. Será abordado como esses autores interpretam as contradições do capitalismo a partir de uma orientação do ciclo econômico.

Assim, no que se refere a Marx, será destacado o caminho percorrido entre uma fase de expansão, na qual os capitais individuais se direcionam com mais voracidade para a inovação produtiva, lançando mão de novas técnicas, máquinas mais eficientes e novas matérias-primas, de forma a acelerar ainda mais o incremento da produtividade social até o momento de uma superprodução do capital que antecede uma crise. Esse movimento é restrito sobremaneira ao lado real da economia, especialmente na contradição da ampliação da oferta em meio a restrições sobre o consumo, a rigor fruto da diminuição relativa dos salários no produto e do aumento da produtividade social. Minsky, por sua vez, privilegia uma abordagem monetária/financeira, na qual a fragilização do balanço patrimonial, bem como a relação dos preços de oferta e demanda dos bens da capital são as principais explicações a respeito da dinâmica do ciclo. Dessa maneira, o esforço é tentar conciliar a contribuição dessas duas linhas de pensamento para uma interpretação mais robusta sobre os mecanismos intrínsecos ao sistema capitalista que levam as crises.

O artigo está dividido em três seções além dessa breve introdução e das notas conclusivas. A seção dois apresenta uma interpretação marxiana das crises. A seção três destaca os conceitos da abordagem minskyana, bem como a dinâmica inerente à hipótese de fragilidade financeira. A seção quatro ressalta a compatibilidade das abordagens marxiana e minskyana, relevante para compreender a financeirização que antecede a crise contemporânea.

2. Uma “interpretação” marxiana das crises

O estudo das crises econômicas a partir do arcabouço marxista tem proporcionado interessantes apontamentos para o entendimento da dinâmica das economias capitalistas, a

despeito do fato destes estudos terem sido desenvolvidos sustentando controvérsias que decorrem dos diferentes entendimentos acerca do significado do fenômeno, assim como da confusão entre as causas e as formas em que o mesmo se manifesta².

Talvez o principal objeto da controvérsia subjacente às diferentes abordagens de orientação marxista acerca das crises no modo de produção capitalista diga respeito à natureza do fenômeno, em outras palavras, trata-se de um estado potencialmente permanente oriundo da natureza contraditória do modo de produção capitalista e, como tal, apresenta-se funcional ao movimento de acumulação, ou se, ao contrário, as crises representam momentos de anomalia que carregam consigo o germe da superação dessa forma de organização social.

A fim de decifrar qual posicionamento é mais aderente ao conjunto da obra de Marx, pode-se encontrar indícios no começo de *O Capital* que as crises são possibilidades lógicas que se expressam já em economias simples produtoras de mercadorias, a partir da caracterização da mercadoria em valor de uso e valor. Na medida em que a mercadoria é uma unidade de contrários, em que o proprietário deverá sempre negar um de seus atributos (utilidade para satisfazer uma necessidade ou objeto de troca), inaugura-se a possibilidade para a ocorrência de situações nas quais não existam consumidores para as mercadorias produzidas, configurando, assim, o germe para um tipo específico de crise de abundância (RIBEIRO, 1988). O que convém apreender aqui é que a contradição valor de uso e valor expressa não apenas a forma que se traduz os produtos da força de trabalho, mas também um determinado estágio de desenvolvimento da sociedade.

Com o desenvolvimento das relações sociais no interior da economia mercantil surge um equivalente universal – o dinheiro – que é uma mercadoria que cumpre as funções de ser meio de circulação e meio de pagamento, possuindo, desse modo, o valor de uso de ser medida exclusiva de valor. Com o dinheiro, a unidade de contrários “valor-valor de uso” é substituída por outra unidade de contrário “venda-compra”. Na presença do dinheiro as trocas não se desenvolvem mais na forma direta, de modo que junto ao circuito da produção, passa a coexistir o circuito da realização, onde os produtos do trabalho são convertidos para a forma dinheiro e que seu possuidor, agora possuidor de um equivalente geral e não mais de uma mercadoria específica, permanece para adquirir novas mercadorias que serão destinadas ao autoconsumo ou para o reinício do processo de produção. Contudo, o fato de alguma mercadoria ter sido posta a venda não lhe garante que o mesmo se concretize, pois não

² Deve-se ressaltar que o próprio Marx não deixou uma teoria acabada das crises. O que podemos encontrar na obra de Marx são elementos dispersos que poderiam nos auxiliar a sustentar uma abordagem que, se não aquela que apresentaria o autor, pelo menos uma que não seja inconsistente com suas principais conclusões. Nesse texto a reflexão baseia-se em Marx (1981), especialmente no capítulo XV do Livro 3.

contém nenhum elemento na dinâmica mercantil que assegure, *a priori*, a existência de alguém que deseje (ou tenha condições de) comprá-la. Assim, como qualquer outra mercadoria, o dinheiro, pode ser acumulado, subtraído igual poder de compra para garantir a realização de todos os produtos do trabalho. Da mesma forma que a contradição valor-valor de uso, patenteia-se um “marco para as crises”, mas apenas uma possibilidade formal, já que a separação da compra e venda é a forma mais abstrata das crises das economias mercantis.

As economias mercantis desenvolvidas se caracterizam não apenas pelo fato da compra e a venda estarem separadas no tempo e espaço. Na esfera da circulação as trocas se sofisticam a partir da evolução da simples separação temporal da venda-compra para as realizações por meio de crédito, em que o proprietário de uma mercadoria não recebe soma alguma de dinheiro no ato da venda, mas tão somente uma promessa, de modo que para que possa acessar imediatamente novas mercadorias o fará somente nas situações em que outros vendedores aceitem alienar suas mercadorias mediante novas promessas de pagamento ou, em caso alternativo, faça uso de riquezas acumuladas. Assim, a ampliação do volume de trocas se desenvolve por meio de atos de promessa de realização dos valores, isto é, da efetivação de vendas por uma cadeia de crédito. Com efeito, está posta a contradição entre dinheiro ideal e dinheiro real, entre a promessa e a efetivação do pagamento. Junto a essa nova contradição, a possibilidade de irrupção das crises se evidencia e se agrava, porque surge a possibilidade da não efetivação de um conjunto amplo de valores pelo não cumprimento de uns poucos compradores/tomadores de crédito.

Em resumo, na sociedade produtora de mercadorias, a contradição valor de uso e valor de troca engendra o germe da crise. Com a intervenção do dinheiro, e sua posterior sofisticação funcional, agrava-se e recoloca-se dialeticamente o problema da irrupção das crises a partir da contradição interna da mercadoria, agora resposta na forma da contradição compra-venda e dinheiro real e ideal. Não obstante, são possibilidades lógicas, formas abstratas da existência das crises. Para a compreensão do fenômeno nas economias modernas é necessário partir das condições gerais da (re)produção capitalista e não apenas das relações mercantis que apenas revelam um traço para as crises³.

No modo de produção capitalista, o proprietário de meios de produção (produtor) participa da esfera da circulação para adquirir mercadorias - cujos valores de uso são especiais (dinheiro, mercadoria-capital, força de trabalho) - que são necessários para iniciar o processo

³ “No se puede decir que la forma abstracta de la crisis sea la causa de la crisis. Cuando se busca su causa, lo que se quiere saber es por qué su forma abstracta, su posibilidad, se transforma en realidad.” ROMO (1988, pp. 330-331).

produtivo. Não obstante, para que haja circulação é necessário que processos produtivos antecipem-na. Recolocam-se dialeticamente na sociedade capitalista as contradições que já se manifestavam nas sociedades mercantis, na forma da unidade de contrários produção-circulação, uma vez que não é possível que o mesmo capital esteja simultaneamente na circulação, na forma de dinheiro e mercadorias, e na produção, na forma de força de trabalho e meios de produção.

A contradição engendrada na exclusão mútua entre as esferas da produção e da circulação - e as formas de autonomização do capital que a acompanha -, ao mesmo tempo em que a sofisticação das formas de crédito desdobra as funções do dinheiro, agem no sentido de acelerar a rotação do capital, ampliar os mercados, estimulando, dessa forma, a contínua acumulação ampliada do capital em determinada economia. Em outras palavras, a multiplicidade de capitais individuais que se formam a partir da contradição entre produção-circulação são formas evoluídas do processo de acumulação de capital. A diferenciação da estrutura produtiva⁴ (com departamentos produtores de bens de consumo duráveis e não-duráveis, mas também de meios de produção) é também acompanhada por diferenciação e sofisticação das formas de distribuição/comercialização de mercadorias e de concessão de crédito na esfera da circulação. A contradição, portanto, está nas condições materiais do desenvolvimento capitalista que, ao propiciar especialização e diferenciação e, por conseguinte, expansão dos mercados, estimula a continuidade do processo de acumulação (ampliada) de capital, mas, também, ao exacerbar a autonomização das formas de capital descolam o processo acumulativo presente nas esferas da produção e da circulação, engendrando irrupções abruptas no processo produtivo, ou seja, crises cíclicas. Vejamos de perto a manifestação dessa contradição ao longo das fases do ciclo reprodutivo.

A tendência do modo de produção capitalista de reproduzir-se em escala ampliada se confirmará quando houver as condições materiais (meios de produção e força de trabalho) disponíveis nas quantidades necessárias. Essas condições são supridas pelo próprio processo de acumulação. Por um lado, a própria decisão de acumular dos capitalistas do departamento de meios de produção resulta em crescente quantidade ofertada destas mercadorias. Já o aumento da oferta de força de trabalho é garantido pela elevação da composição orgânica (capital constante/capital variável) que é concomitante ao processo de acumulação, e que ao

⁴ A diferenciação da estrutura produtiva também encerra outra forma de contradição, entre produção e consumo produtivo, já que, embora o primeiro não ocorra sem o segundo, é impossível que o capital produtivo consuma sua produção ou produza o que consome (CARCANHOLO; AMARAL, 2010).

substituir trabalho vivo por trabalho morto, cria um contingente de trabalhadores à disposição (o Exército Industrial de Reserva).

Na fase expansiva do ciclo, na qual o capital encontra-se em plena expansão, os capitais individuais competindo pela obtenção de um lucro extraordinário, se direcionam com mais voracidade para a inovação produtiva, lançando mão de novas técnicas, máquinas mais eficientes e novas matérias-primas, de forma a acelerar ainda mais o incremento da produtividade social⁵. Com efeito, produz para uma mesma massa de valor maior volume de valores de usos do que no processo produtivo anterior e, por conseguinte, coloca-se no mercado uma maior quantidade de mercadorias e uma massa maior de valor a se realizar.

Produção crescente de mercadorias, elevação contínua da produtividade e competição intensa entre os capitais em busca de aumentar os lucros são características do modo de produção capitalista. Destarte, em sua própria essência, a economia capitalista tende à expansão ilimitada da produção, a produção ilimitada de mercadorias, tanto em aspecto de valor como valor de uso. Ao mesmo passo, a produção capitalista amplia o mercado que lhe serve para realização dos valores, aumentando a massa de consumidores e o poder de compra dos mesmos. Cria-se uma produção em massa e padronizada que alimenta o mercado de bens de consumo, que por sua vez estimula o mercado de bens de capital.

Assim, ao crescer a massa de capital variável, alargando a relação com o trabalho assalariado, o maior número de trabalhadores incrementa a demanda por bens de consumo, e inexoravelmente, seguindo os critérios técnicos da proporção entre os fatores, faz com que o consumo produtivo expanda-se. Elevam-se as proporções entre os setores de bens de consumo e meios de produção, uma vez que o primeiro demandará mais máquinas e equipamentos em resposta ao aumento do consumo. Observar-se que, o capital global em seu próprio movimento, na fase de expansiva, ratifica o aumento do consumo.

O processo de realização “procedido” do processo de produção virá ou não confirmar a valorização do capital. Esta se dará se as mercadorias que materializaram os custos de produção e a mais-valia forem vendidas a um preço que realize todo o valor nelas contido, ou seja, um preço que proporcione um montante maior de meios monetários do que o adiantado. A taxa de lucro – a razão entre a mais-valia realizada e o capital total investido - é a grandeza que expressa a magnitude de valorização do capital, por isso ser ela quem determina, no

⁵ Se, por um lado, o aumento da produtividade amplia a massa de valores a ser realizada, por outro lado, ele permite que a redução do Exército Industrial de Reserva seja amenizada e/ou revertida. Como a produtividade se desenvolve desigualmente entre os setores, implica também na diferenciação entre a remuneração aferida por trabalhadores empregados em distintos setores, atuando no sentido de arrefecer a pressão dos trabalhadores sobre as margens de lucros ao longo do processo de acumulação.

modo de produção capitalista, a decisão de expandir a capacidade de produção. Assim, as alterações presentes na taxa de lucro (geral) refletem-se nas decisões capitalistas futuras. Uma dificuldade de realização dos valores presentes devido a um cálculo equivocado, de forma a exceder a necessidade social pelas mercadorias que são os contingentes de tais valores, resulta em rebaixamento dos preços no presente, influenciando em retração da taxa de lucro e, por conseguinte, em redução da produção social futura destas mesmas mercadorias.

Os capitais individuais que são responsáveis pela produção de mercadorias fazem parte do circuito de outros capitais individuais. Destarte, uma redução na produção de alguns capitais prejudicará os fluxos de valores já estabelecidos anteriormente; por sua vez aqueles capitais respondem com retração de suas próprias produções, o que reflete no circuito dos demais capitais, perfazendo uma redução produtiva de âmbito global. Expressam-se, assim, uma aparência de valores e valores de uso desnecessária, a despeito das necessidades materiais não atendidas.

Entretanto, deve-se chamar atenção que as crises não nascem de problemas isolados a alguns capitais individuais. É, na verdade, produto das contradições do modo de produção capitalista como um todo, que se tornam concretos nos circuitos, bem como na concorrência entre os diversos capitais individuais. É somente quando o capital social atinge um volume em que a produção prescinde em determinado grau da realização, refletido em antagonismo ao objetivo capitalista, que se manifesta, necessariamente, um período generalizado de crise.

A questão nevrálgica é que “as mesmas leis que levam a uma produção ilimitada de mercadorias e geram consumidores abundantes, produzem barreiras para que esses consumidores satisfaçam suas necessidades” (CARCANHOLO, 1997, p.7). Por um lado, o consumo individual é restringido: a) pela diminuição crescente da participação relativa dos salários no produto novo devido ao aumento da taxa de mais-valia e b) pelo aumento da produtividade social que eleva a composição orgânica e reduz relativamente a parcela do capital que responde pela renda dos trabalhadores. Ao mesmo tempo, o consumo produtivo capitalista da mais-valia não poderá ser ampliado a fim de compensar a lacuna do consumo dos trabalhadores, pois isto se desdobraria em maior aumento da produção, o que ao invés de resolver o problema, potencializa-o⁶.

⁶ O consumo capitalista improdutivo também não poderá crescer acima de determinados limites a fim de compensar o não crescimento do consumo dos trabalhadores em proporção ao crescimento da produção. Por um lado, a própria lógica de acumulação reduz a razão consumo improdutivo/consumo produtivo. Por outro, existem limites materiais para expansão do consumo improdutivo, haja vista que as necessidades de consumo não são ilimitadas.

A produção pela produção, com fito de obtenção crescente de lucros, abstrai-se das bases reais de consumo⁷ que possibilitam-na realizar o trabalho explorado, a valorizar o capital numa taxa adequada ao próprio capital. Com efeito,

“a contradição do modo capitalista de produção consiste justamente na tendência para desenvolver, de maneira absoluta, as *forças* produtivas que colidem sempre com as *condições* específicas da produção, nas quais se move o capital e as únicas em que se pode mover” (MARX, 1981, p.295). Por isso, “terá sempre de haver discrepância entre as dimensões limitadas do consumo em base capitalista e uma produção que procura constantemente ultrapassar o limite que lhe imane” (CARCANHOLO, 1997, p.7)

Como aventado acima, a fase expansiva do ciclo se processa com contínua acumulação de capital acompanhado de elevação da composição orgânica e, por conseguinte, com tendência a queda da taxa de lucro. A combinação destes fatores sintetiza a lei de tendência que impele a produção ilimitada de mercadorias em relação a uma base limitada de consumo.

O resultado é a crise, a superprodução de capital. “Produção ilimitada de mercadorias, consumidores abundantes e barreiras para o consumo, tudo isso provocado pelas mesmas leis, pela dinâmica do capitalismo, este é o conteúdo do fenômeno crises” (CARCANHOLO, 1997, p.7). A crise é o momento onde se explicitam todas as contradições do modo de produção capitalista, ou seja, é o produto do desenvolvimento destas contradições, enquanto unidade de contrários. As contradições valor e valor de uso, compra e venda, produção e consumo, apesar de unidos interiormente, assumem, exteriormente, movimento independente⁸.

As crises ao mesmo tempo em que explicitam as contradições, dialeticamente, restabelecem a unidade antes rompida, recolocando as condições para um novo ciclo de acumulação. Destarte, as crises são respostas momentâneas, em um estado permanente potencial, para as contradições imanentes da produção capitalista, sem contudo eliminá-las. Dessa forma, as crises cíclicas não são apenas uma ocorrência possível no interior da produção capitalista, mas também e, principalmente, são fenômenos econômicos necessários

⁷ A produção quando se torna demasiadamente excessiva se dá em relação a obtenção de lucros crescentes e não em atenção as necessidades de toda a população. Marx afirma “As mercadorias produzidas são demais para poderem realizar e reconverter em novo capital o valor nelas contido e a mais-valia aí incluída(...). Não se produz riqueza demais. Mas a riqueza que se produz periodicamente é demais nas formas antagônicas do capitalismo” (MARX, 1981, Livro III, p. 296).

⁸ “Os economistas que negam a crise afirmam, então, somente a unidade das duas fases (produção e circulação). Se apenas estivessem separadas, sem ser uma unidade, sua unidade não poderia se estabelecer pela força, e não haveria crise. Se apenas fossem uma unidade, sem estar separadas, não haveria separação violenta que implicasse uma crise. A crise é o estabelecimento forçado da unidade entre os elementos que se tornaram independentes, e a separação forçada de elementos que, em essência são apenas um” MARX apud MAZZUCHELLI (1988).

para que a coordenação entre produção e realização possa ser restabelecida nos níveis necessários para um novo ciclo ascendente.

Desta forma, o esgotamento da fase de expansão do capital desdobra-se em crise, que por sua vez, constitui o início de uma nova fase, a fase de depressão do capital. Ao final desta fase reconstituem-se as condições para uma nova fase de expansão do capital; encerra-se um ciclo e começa um novo, a partir das condições sociais herdadas do ciclo anterior, mas modificadas pelos conflitos sociais que no transcurso da crise repuseram as condições de acumulação.

O limiar da fase depressiva do capital é o momento em que se atinge a superprodução de capital. Sua forma mais extrema é a superprodução absoluta que representa a realização de uma massa lucro menor ou igual à apropriada na rotação anterior. Portanto, “superprodução de capital significa superprodução de meios de produção – meios de trabalho e meios de subsistência –, que podem funcionar como capital, (...) causa perturbações e estagnações no processo capitalista de produção, crises e destruição de capital” MARX (1981, p. 293)

O movimento normal do capital é repostado por meio da colocação de parte do capital na ociosidade ou mesmo destruído até que se atinja um montante de valor-capital adequado à sua reprodução. Têm-se, portanto, que na fase depressiva:

- i. parte dos meios de produção, capital fixo e parcela constante do capital circulante impedido de funcionar no processo produtivo, de atuar como capital. Assim, estando entregues à ação de deterioração do tempo.
- ii. redução geral dos preços, inclusive dos ativos (reais e financeiros) que por sua vez implica em depreciação do capital e dificuldades para honrar as obrigações de pagamentos nos prazos estipulados. Como consequência eminente dá-se a estagnação da produção.
- iii. Desemprego de parte da população trabalhadora que antes estava empregada em razão da estagnação da produção. Desdobra-se em aumento da população supérflua e da pressão sobre aqueles que continuam empregados, resultando em redução dos salários.

A cada capital individual incorrerá uma magnitude específica de depreciação, sendo que, pela concorrência definir-se-á o quanto caberá a cada um. Evidencia-se o conflito entre o interesse individual de cada capitalista e o da classe capitalista. Assim, cada capitalista agirá de maneira a transferir ao outro as perdas advindas da situação de crise, de modo que, aqueles capitais que estiverem em melhores condições serão os mais bem preparados para essa situação, o que resulta em uma tendência de maior centralização de capitais. Dessa forma, o capital depreciado recupera condições propícias para um novo ciclo de acumulação, o que proporciona elevação da taxa de lucro e ambiente favorável para uma nova fase expansiva.

3. Conceitos da abordagem Minskyana para uma interpretação das crises econômicas

Nesta seção pretendemos recuperar parte importante das contribuições teóricas de Hyman Minsky que, ao lançar luz sobre as conexões entre as esferas monetária/financeira e a economia real, forneceu interessantes elementos para a explicação da instabilidade e dos momentos de crises em economias capitalistas. Para entendermos a macrodinâmica de inspiração minskyana é de fundamental importância apresentarmos os fundamentos da chamada Hipótese de Fragilidade (ou Instabilidade) Financeira (doravante HFF).

Minsky centralizou sua abordagem monetária e financeira sobre os elementos que cercam o componente da demanda interna de maior volatilidade e que constitui a principal fonte de dinamismo de uma economia monetária de produção: os investimentos das firmas.

A base sobre a qual a HFF foi construída decorre, em grande medida, da interpretação fornecida por Minsky ao capítulo 17 da Teoria Geral de Keynes. Neste, o investimento é tratado como uma alternativa na composição da carteira de ativos, definida conforme a estratégia de acumulação de riqueza das firmas. Ou seja, a tomada de decisão sobre a alocação do portfólio envolve a escolha entre uma gama de ativos concorrentes, de acordo com seu rendimento⁹.

O ambiente econômico de sua teoria é permeado pela presença inexorável de incerteza forte com relação às variáveis utilizadas para as tomadas de decisões. Assim, Minsky reforça a importância das avaliações subjetivas de liquidez (ou do chamado prêmio de liquidez) dos ativos¹⁰. Dessa forma, a capacidade de geração de rendimentos (ainda que sujeitos à incerteza) inerente aos ativos de capital é acompanhada de um reduzido prêmio de liquidez destes ativos. Por outro lado, evidencia a moeda como um ativo, jogando um peso de suma importância nas decisões de acumulação da riqueza sob incerteza. Embora não forneça rendimentos em dinheiro, a moeda representa poder de compra imediato, sendo detentora do prêmio de liquidez máximo entre os ativos disponíveis (CARVALHO, 1992).

A essa abordagem, calcada em um “modelo geral de escolha de ativos”, já presente nas obras de Keynes, Minsky agrega fundamentalmente o modo pelo qual os ativos adquiridos são financiados. Com isso, traz para o escopo da análise as estruturas de passivos,

⁹ Nesse caso o conceito de rendimento refere-se ao saldo da apreciação/depreciação do valor de mercado, da geração de renda proveniente da utilização no processo de produção ou prestarem serviços a um consumidor, custo de carregamento e o prêmio de liquidez do ativo. Cada ativo terá composição diferente entre essas formas de rendimento, definida por suas características.

¹⁰ Entende-se aqui liquidez como a capacidade de conversão destes em poder de compra sem perdas significativas de seu valor corrente no menor tempo possível. O prêmio de liquidez será, por sua vez, o valor que os indivíduos atribuem a essa flexibilidade na composição do portfólio que determinados ativos permitem.

assim como técnicas de gerenciamento destes, ressaltando, numa perspectiva dinâmica e interativa, os potenciais impactos que a expansão dos investimentos causa sobre o endividamento e o fluxo de caixa das firmas, assim como os possíveis desdobramentos destes sobre a evolução dos investimentos.

Outro aprimoramento teórico desenvolvido por Minsky compreendeu os conceitos de preço de demanda e de oferta do ativo de capital. Embora não tenha modificado o significado destes, que continuam correspondendo, no caso do primeiro, ao preço máximo que os empresários estariam dispostos a desembolsar pela aquisição de um determinado ativo de capital, e no segundo, ao preço que induz o produtor a fabricar uma nova unidade do ativo, com Minsky elucida-se a importância dos chamados riscos do tomador e prestador no cálculo destes preços.

Quanto ao tratamento destes riscos, é possível dizer que Minsky sofisticou a idéia em torno do chamado “princípio do risco crescente”, já incorporado por outros autores, entre eles Kalecki (1954, cap.8). Com base neste, os riscos assumidos pelas firmas cresceriam à medida que o estoque de capital se encontrasse em algum nível excessivo frente ao tamanho do mercado e a taxa de endividamento (relação de capital de terceiros/capital próprio) ultrapassasse algum patamar considerado seguro pelas firmas.

Além disso, Minsky atribuiu ênfase à percepção de risco decorrente do chamado “descasamento de maturidades ou prazos”. Em linhas gerais, este tipo de descasamento se deve à possibilidade dos fluxos de caixa positivos das firmas, de determinado intervalo de tempo, não ser suficiente para o pagamento dos compromissos financeiros assumidos previamente para o mesmo intervalo. Mais do que isso, estes descasamentos afetariam as percepções de risco (e a dinâmica dos balanços patrimoniais) tanto de credores quanto de tomadores de crédito.

Assim, o surgimento deste risco não está necessariamente vinculado a possíveis frustrações nas expectativas de rendimentos futuros do investimento, mas na sim na diferença temporal que pode se estabelecer entre fluxos de passivos (pagamentos) de mais curto prazo e fluxos de ativos (receitas) de mais longo prazo de maturação. Em outras palavras, o descasamento de maturidades estaria diretamente associado aos riscos de iliquidez¹¹ a que estão expostas as unidades econômicas (CAVALCANTI, 2002).

¹¹ Cavalcanti (2002) destaca também como componente do risco de iliquidez, os custos afundados (*sunk costs*) para os bens de investimento, uma vez que sua própria aquisição implica na redução da liquidez do portfólio das firmas, devido à dificuldade de revenda destes ativos em mercados secundários.

Em suma, ao inserir na análise de escolha de ativos não apenas as expectativas quanto os fluxos de rendimento futuro, mas também a estrutura de passivos e os fluxos de pagamento deles decorrentes, Minsky trouxe para o escopo da análise da dinâmica dos investimentos as relações estabelecidas entre tomadores e emprestadores de crédito. É com base nesta perspectiva que os bancos e outras instituições financeiras provedoras de crédito assumem crucial importância na construção da abordagem macrodinâmica de inspiração minskyana.

3.1 A dinâmica da HFF

A HFF, por sua vez, pode ser entendida como resultante de processos microdinâmicos (endógenos) envolvendo firmas (tomadores) e bancos e/ou outras instituições financeiras (credores) capazes de provocar mudanças qualitativas numa eventual trajetória de expansão do produto de uma economia. Para uma melhor compreensão destes processos e de seus efeitos dinâmicos, a presente análise tratará a seguir dos principais elementos apontados por Minsky na explicação de como uma economia transita de um período de estabilidade seguido de forte expansão para outro de elevada instabilidade e sujeita a reversão abruptas do investimento e, por conseguinte, do produto.

O período de estabilidade caracteriza-se por uma situação financeira bastante confortável dos agentes econômicos, com a predominância do que Minsky denominou de postura hedge. Essa se refere à composição de portfólio em que o agente consegue cumprir, para todo e qualquer intervalo de tempo, todas as obrigações contratuais de pagamento (principal da dívida e juros) com seus fluxos de caixa esperados.

Baseado em condições mais conservadoras de alocação de portfólio, tem-se um ambiente no qual as projeções baseadas nas expectativas dos agentes tendem a obter sucessivos êxitos. Este ambiente seria, então, bastante propício à aquisição de ativos de menor liquidez, principalmente os ativos de capital. As expectativas de rentabilidade favoráveis e baixo risco percebido tanto por tomadores quanto emprestadores resultariam em preços de demanda acima dos seus respectivos preços de oferta, favorecendo a expansão dos investimentos. Sob o prisma da demanda efetiva, a elevação nos investimentos seria o principal determinante da expansão da renda (e dos lucros correntes), acarretando movimentos ainda mais favoráveis nas expectativas quanto aos rendimentos futuros, gerando o que pode se denominar de “onda de otimismo”. De acordo com *Dymsky e Pollin* (1992, p.40): “*as the upturn continues and realized profits exceed expectations, however, expectations shift upward*”.

Os aumentos sucessivos na massa de lucros estimulados principalmente pela expansão dos investimentos definem um processo cumulativo ou ciclo virtuoso de crescimento determinado essencialmente por componentes subjetivos e de indução presentes na formação das expectativas dos agentes. Assim, pode-se dizer que durante a fase de aceleração dos investimentos o otimismo emerge como uma convenção entre os agentes.

Um aspecto relevante a ser ressaltado refere-se ao papel desempenhado pelo processo concorrencial na formação da referida convenção. Fica evidente na abordagem de Minsky que o acirramento da concorrência na fase de crescimento vertiginoso nos investimentos tende a fazer com que os concorrentes necessitem acompanhar o movimento expansionista na disputa pelo poder de mercado, o que fortalece a consolidação de um cenário próspero.

Na medida em que os investimentos crescem, espera-se que os recursos próprios ou internos às firmas tornem-se insuficientes para a realização do volume de investimentos pretendidos, ou seja, uma redução na capacidade de autofinanciamento das firmas. Estreitam-se, então, as relações entre tomadores (firmas) e emprestadores (bancos) baseadas essencialmente na expansão do crédito bancário ao investimento¹².

As margens de segurança até então desejadas para os portfólios (dada pela relação entre ativos de maior e menor liquidez) passam a ser consideradas elevadas por parte de firmas e bancos, representando posturas excessivamente conservadoras (CARVALHO, 1987). Aqui, como observado acima, o processo concorrencial é fator determinante. Ocorre que os agentes que não acompanharem a referida mudança de comportamento estarão de fato perdendo poder de mercado e dinheiro.

No caso específico das firmas, os ativos de capital, dotados de reduzida liquidez, mas capaz de gerar retornos monetários em função de sua utilização/operação, tornam-se bastante atrativos neste momento de maior otimismo como escolha do portfólio de ativos. Os lucros e, por conseguinte, as rendas em ascensão, favorecem as expectativas futuras de lucratividade do ativo de capital, além de produzir efeitos positivos sobre o grau ou nível de confiança depositado nas próprias projeções¹³.

Quanto aos passivos das firmas, vale ressaltar a expansão da demanda por crédito para financiarem seus planos de investimentos. Contudo, em decorrência do período de maturação dos investimentos ser, em geral, mais extenso que os fluxos de compromissos financeiros firmados, as firmas engajam-se em estratégias de *funding* ou de consolidação financeira.

¹² No caso tanto de firmas quanto de bancos, o otimismo decorrente dos resultados, em termos de lucratividade, satisfatórios obtidos atinge diretamente as avaliações de liquidez e de rentabilidade esperada para os ativos.

¹³ De acordo com Keynes (1982), entende-se confiança como a probabilidade subjetiva que atribuímos de o melhor prognóstico revelar-se correto ou inteiramente falso.

Através destas as firmas buscam alongar seus passivos, isto é, transformar suas dívidas de curto prazo em dívida de longo prazo. Na prática, estas estratégias consistem no lançamento de títulos de dívidas direta de longo prazo e/ou de direitos de propriedade, entre elas debêntures e ações (COSTA, 1999)¹⁴.

Nesta fase em que a preferência de liquidez dos agentes em geral é reduzida, as estratégias das firmas em impedir um maior descasamento de prazos entre ativos e passivos por meio da transformação de estoques de dívidas de curto prazo em diversas formas de ativos financeiros de mais longo prazo, tendem a obter maior êxito.

Quanto à atuação do sistema bancário neste processo, vale destacar sua importância como sancionador da dinâmica expansiva do produto, operando como um dos principais determinantes das condições de financiamento para o investimento. Ao compartilharem do otimismo generalizado em torno das expectativas favoráveis de lucros futuros dos empresários, as estratégias dos bancos na composição de seus portfólios passariam também a privilegiar a rentabilidade em detrimento da liquidez, afetando tanto suas escolhas de ativos quanto gerenciamento dos passivos.

Assim, neste período, os bancos devem ampliar o volume de operações de crédito, em particular por meio da concessão de empréstimos demandados pelas firmas para a execução de seus planos de investimentos¹⁵. O surgimento do risco do emprestador decorrente da expansão de financiamentos por recursos de terceiros, que tende a elevar o preço de oferta do investimento, não imporá maiores obstáculos à dinâmica expansiva dos mesmos, uma vez que os bancos estariam também engajados na “onda do otimismo”. Logo o aumento do preço de oferta não tende a ser tão acelerado.

Com a perspectiva de ganhos expressivos de capital a partir da concessão de créditos às firmas, os bancos tendem, inclusive, a alavancar sua capacidade de concessão de novos empréstimos na busca pela ampliação em seus lucros. Um dos principais elementos envolvidos no crescimento do nível da alavancagem bancária está nas técnicas de administração de passivo.

¹⁴ Observa-se que para a estratégia de consolidação financeira de uma firma particular ser bem sucedida, exige-se a fragilização financeira de qualquer outro agente econômico. Do contrário, as firmas não conseguiriam demandantes para seus títulos. Dessa forma, para a economia como um todo, o crescimento econômico impõe, em maior ou menor medida, a fragilização financeira por algum período de tempo.

¹⁵ Mais uma vez ressalta-se a importância da concorrência nesse processo. Os bancos que optarem por não atenderem a nova demanda por crédito verão seus concorrentes aumentarem seu poder de mercado e, desse período até o ponto de inflexão do ciclo, desperdiçarão importantes oportunidades de negócios. De fato, para um banco em particular, a aposta em uma reversão do ciclo em determinado período futuro é mais arriscada do que optar pelo comportamento médio de expansão do crédito do sistema bancário.

Entre as principais formas de administração do passivo ressaltadas por Minsky (1986, cap.10) está a introdução das inovações financeiras, através das quais os bancos introduzem novos produtos e serviços na busca por novos depositantes e o manejo da taxa de juros dos depósitos a prazo, que buscam o aumento da participação de componentes do passivo que absorvam menos reservas, o que também acarreta mudanças no perfil das obrigações bancárias. Assim, torna-se evidente que durante a expansão generalizada e “induzida” nos investimentos, são observadas significativas mudanças nos balanços patrimoniais de firmas e bancos, ambas fundamentadas basicamente em elevações da confiabilidade nas expectativas quanto à rentabilidade futura decorrente da aquisição dos bens de investimento.

Convém frisar que o aumento no otimismo aqui destacado está fundamentado essencialmente num movimento de redução da percepção de risco dos agentes, o que não significa necessariamente qualquer vinculação a mudanças nas preferências individuais por “risco e retorno” ou aumentos na propensão ao risco dos agentes, como sugerido por uma análise de natureza tobiniana. No caso específico dos bancos, conforme colocado por Kregel (1997, p.545): *“it’s not necessary to assume that the banker becomes less skeptical or diligent in making his credit assessments (...). It is the expansion that validates more risky projects, rather than any change in evaluation on the part of the lender”*.

Um dos principais desdobramentos das alterações patrimoniais no balanço dos referidos agentes apontados pela análise minskyana está na aceleração da dinâmica de ampliação no “descasamento de maturidades” entre as operações ativas e passivas, movimento este que está na raiz da explicação da reversão do boom, isto é, da crise.

A contínua expansão de ativos de longa maturação em seus portfólios gera situações nas quais os rendimentos monetários correntes obtidos em determinado intervalo de tempo não são suficientes para o cumprimento integral das obrigações financeiras firmadas no mesmo intervalo. Surgem períodos em que as firmas incorrem em “insuficiência de caixa” e os portfólios deixam de ser classificados como “Hedge”¹⁶.

Amplia-se, então, a necessidade das firmas recorrerem a refinanciamentos de suas dívidas, o que aumenta a demanda por empréstimos junto ao setor bancário. As solicitações de crédito para refinanciamento de dívida devem, no entanto, ser atendidas pelos emprestadores mediante prazos relativamente curtos, o que faz com que as firmas aumentem seus estoques de dívida e seu comprometimento com obrigações financeiras no curto prazo.

¹⁶ De acordo com a taxonomia de Minsky, caso os rendimentos mostrem-se suficientes para o pagamento de juros, mas não do principal, os portfólios devem ser classificados como Especulativo. Caso os rendimentos não sejam suficientes para pagar nem os juros nem o principal, os portfólios devem ser classificados como Ponzi.

Na busca pela obtenção de maiores margens de lucro ao longo da fase de otimismo, o referido descasamento se intensifica, na medida em que prevalece uma postura mais agressiva dos bancos, que passam a aceitar um volume cada vez maior de ativos de mais longo prazo e/ou maior risco. Enquanto prevalece o otimismo nas expectativas, os empréstimos necessários ao refinanciamento das despesas financeiras tendem a ser acomodados pelo sistema bancário com relativa tranquilidade, sustentando a fase expansiva. Contudo, em função deste movimento de fragilização financeira do balanço patrimonial de firmas e bancos, a manutenção da dinâmica virtuosa de crescimento torna-se cada vez mais vulnerável¹⁷.

Evidenciam-se a importância de aspectos subjetivos e associados à esfera monetária/financeira na explicação do fenômeno da crise na perspectiva de Minsky. Com isso, pode-se dizer que mudanças nas estratégias financeiras definidas por firmas e bancos seriam capazes de desencadear efeitos depressivos sobre a macrodinâmica do produto, constituindo as causas fundamentais do processo de reversão.

Com respeito ao comportamento das firmas, podemos destacar a possibilidade de algumas empresas, em decorrência da elevada fragilidade financeira, optarem por cortes de gastos em investimentos, visando à contenção de despesas na tentativa de reduzir seu grau de fragilidade e obter um fluxo de caixa positivo para possivelmente honrar seus compromissos financeiros e/ou reduzir seu nível de endividamento. Assim, quanto maior a quantidade de firmas aderirem este movimento contracionista em seus investimentos, mais expressiva deve ser a queda no nível de demanda agregada e, portanto, na massa de lucros (e de renda) gerada.

Do ponto de vista da estratégia bancária, é provável que a crescente fragilização financeira das firmas apoiada, em grande medida, nos elevados graus de alavancagem dos próprios bancos, resulte em alterações nas avaliações de seus riscos (como emprestadores), que passariam a adotar uma postura mais cautelosa, de maior preservação da saúde financeira de seus portfólios. Dessa forma, os bancos acabariam por privilegiar estratégias calcadas no aumento da preferência pela liquidez em seus portfólios, além da elevação dos juros cobrados

¹⁷ No que concerne ao debate sobre o ponto de inflexão e sua natureza endógena ou exógena, entendemos que “se a fragilidade financeira é, até certo ponto, apenas uma condição permissiva para a deflagração da instabilidade econômica ou transição de fase no ciclo, seu aprofundamento poderá redundar, exatamente por comprometer a realização do investimento, em condição suficiente para a emergência da recessão” (FONSECA, 2008, p.16). Esse é um dos pontos mais controversos da teoria Minskyana. Nosso posicionamento parte da interpretação de que uma teoria que aponte no sentido de explicar uma fragilização dinâmica das condições micro/macroeconômicas do crescimento respeita de forma mais fiel às especificidades históricas de cada crise/ciclo, sem com isso depender de fatores exógenos. Assim, a fragilização financeira é condição suficiente para garantir a reversão do ciclo, mesmo que incapaz de construir uma norma que determine seu momento exato.

por novos empréstimos¹⁸, ou ainda, uma maior seletividade na concessão do crédito deveriam constituir prováveis ações a serem perseguidas pelos bancos, traduzidas, inclusive, em possíveis práticas de racionamento quantitativo do crédito (MOLLO, 1988). Em decorrência destas estratégias, o grau de fragilidade financeira de muitas firmas poderia ser agravado, uma vez que a elevação no custo ou mesmo o bloqueio do crédito, impediria o refinanciamento de passivos financeiros, sobretudo de firmas dotadas de balanços já deteriorados.

A não validação da estrutura de dívidas de unidades especulativas, por exemplo, incrementaria a população de firmas na situação Ponzi, ampliando a fragilidade financeira desta economia. Além de permitir o crescimento da inadimplência¹⁹ e da própria falência de firmas, tal comportamento dos bancos deve comprometer também decisões de investimento de firmas que eventualmente estejam em melhor situação financeira.

Um elemento adicional importante e que contribui na fundamentação deste caráter cumulativo da fase depressiva, podendo acentuar a trajetória de queda na atividade econômica, diz respeito a uma provável reação de agentes econômicos já fragilizados ou a beira da insolvência. Esta reação dos agentes se traduz basicamente na tentativa de evitar sua completa iliquidez baseada na venda de alguns de seus ativos mais líquidos, entre eles os financeiros, para saldar dívidas ou na tentativa de repor seu nível de liquidez.²⁰

Na medida em que é ampliado o número de firmas em posturas financeiras frágeis e que procuram liquidar seus ativos financeiros, o aumento gerado na oferta acaba derrubando ainda mais os preços destes ativos, ampliando as dificuldades para a obtenção de receitas compatíveis com o pagamento das obrigações financeiras. Assim, Minsky aponta o processo de deflação dos ativos (ou *debt deflation*) como um potencial efeito amplificador da fragilização de uma estrutura financeira já debilitada. Ademais, a fragilização deve também gerar processos cumulativos de deterioração nas expectativas, traduzidos em reduções nos investimentos e na incapacidade efetiva e crescente entre as firmas de honrarem seus compromissos financeiros, eventos que se auto-reforçam e que podem acarretar, via efeitos dominó, sucessivas falências (SUMMA, 2005).

Enfim, o processo de reversão endógena de uma economia explicado com base nas contribuições de Minsky está claramente associado a elementos que de alguma forma afetam

¹⁸ Conforme colocado por Minsky (1982) *apud* (Lourenço, 1999, p 38): “quando ocorre um boom de investimentos no contexto de uma necessidade ampliada de refinanciamento de dívidas a vencer, a “curva” de demanda de dívidas de curto prazo aumenta (desloca-se para direita) e se torna mais inclinada (menos elástica)”.

¹⁹ Neste sentido, cabe destacar que o objetivo dos bancos em reduzir sua fragilidade financeira pode acabar gerando o efeito contrário, na medida em que o aumento do custo do crédito deve comprometer a capacidade de pagamento de alguns de seus devedores e implicar em reduções de suas receitas.

²⁰ Mais do que isso, os mecanismos de chamada de margem dos bancos e financeiras tornam esse processo automático.

negativamente os gastos em investimentos das firmas. Embora o autor tenha se concentrado no comportamento deste componente da demanda agregada em seu tratamento da instabilidade macroeconômica do produto, a HFF pode ser estendida para a compreensão da dinâmica de outro componente da demanda: o consumo das famílias, tornando possível incorporar interessantes elementos à perspectiva minskyana do fenômeno da crise.

4. Financeirização e a compatibilidade das abordagens marxiana e minskyana

Nas duas seções anteriores, de forma independente, buscou-se elaborar interpretações para as crises econômicas que poderiam ser autorizadas a partir das obras de Marx e Minsky. Nesta seção pretende-se elucidar se tais interpretações guardam pontos suficientes de convergência a ponto de serem consideradas compatíveis.

O primeiro aspecto que chama atenção nas duas abordagens é a natureza distinta com que o fenômeno crise é tratado em cada uma das abordagens. Enquanto a abordagem minskyana enxerga a crise como um problema institucional, ou melhor, uma lacuna institucional na forma da falta de políticas de intervenção (regulação) que arrefeçam a fragilização financeira, a abordagem marxiana compreende a crise como um estado potencial necessário à produção capitalista, um mecanismo orgânico ao modo de produção capitalista, como parte constitutiva, na forma de solução violenta a partir do qual suas contradições são respostas em níveis adequados às condições materiais de reprodução do capital.

O desdobramento dessas concepções é óbvio: se por um lado, na perspectiva minskyana, o entendimento da crise explicita a necessidade de políticas públicas a fim de evitar as fortes flutuações cíclicas no produto; na abordagem marxiana o foco sobre as contradições do sistema reafirma a contundência da luta de classes como fator de contestação de uma forma de produção limitada e histórica. Assim, se para Minsky, a crise é resultado de uma distorção institucional manejável e corrigível, para Marx, é intransponível a sua ocorrência, já que se trata de uma condição necessária e inevitável no processo de reprodução do capital, que expõe seus limites e fragilidades como forma de organização social.

Associado a esse primeiro ponto de dissonância, temos um segundo aspecto que afasta as duas teorias, qual seja, as causas distintas para as crises: a abordagem marxiana foca nos determinantes reais, a minskyana nos determinantes financeiros.

Na abordagem minskyana não há nenhuma autonomia relativa para o setor real engendrar uma crise econômica (CROTTY, 1986). É, exclusivamente, o comportamento do setor financeiro que ao apoiar o investimento e incrementar os lucros, na fase expansiva do ciclo, move o sistema para posições mais vulneráveis e, portanto, ao gerar concomitantemente

aumento dos riscos sistêmicos e alterações nas condições de financiamento, precipitam uma crise que afetará o lado real da economia. Dessa forma, falta à perspectiva minskyana elementos reais para explicar a crise, uma apreensão do lado real capaz também de sugerir um comportamento de investimento e lucro que é inconsistente com uma expansão contínua.

Diferentemente, na abordagem marxiana, como visto, a causa das crises é assentada nas contradições do modo de produção capitalista, principalmente no descolamento entre produção e realização. Não obstante, o arcabouço analítico desenvolvido em Marx (1981) para analisar o processo de reprodução ampliada do capital também trata de aspectos financeiros que são estritamente similares ao elaborado por Minsky (1986). Nesse sentido, Marx antecipa Keynes e Minsky ao destacar o papel estimulador-desequilibrador que a intermediação financeira desempenha no processo de crescimento das economias capitalistas.

Se em Marx é possível encontrar um papel acentuado aos determinantes financeiros da crise, o mesmo não pode ser dito à tradição marxista que se segue. Como já dizemos o debate marxista em torno das causas da crise, que de fato é uma discussão acerca das formas de manifestação das mesmas, focou quase exclusivamente sobre os fatores reais (subconsumo, desequilíbrio entre os setores produtivos, redução do exército industrial de reserva e queda da taxa de lucro), negligenciando o papel que o capital fictício expandido a partir da sofisticação da intermediação financeira desempenha sobre os fatores reais de reprodução do capital²¹. Contudo, esse ponto é extremamente relevante para interpretação marxiana da crise que temos enfocado, haja vista que com o capital fictício as relações entre a intermediação financeira e processo real de reprodução do capital são ainda mais dissimuladas²², “ao consolidar a imagem de um capital que se valoriza autonomamente, particularmente no mercado de compra e venda especulativa” (CARCANHOLO; SABADINI, 2009).

Nesse sentido, a abordagem de Minsky sobre os mercados financeiros é extremamente consistente com o esforço em nível mais abstrato de Marx no desenvolvimento de uma sofisticada teoria financeira compatível com sua análise dos circuitos produtivos dos capitais individuais, enquanto elemento necessário para uma teoria geral do crescimento e da instabilidade capitalista. Particularmente, a compatibilidade das duas abordagens é relevante para explicar a autonomia da produção e da realização apoiada nas diversas formas de crédito e na financeirização da riqueza. Tal entendimento é importante na medida em que se preserva

²¹ Sobre a sofisticação da intermediação financeira, Marx destaca que com o “desenvolvimento do capital portador de juros e do sistema de crédito, todo capital parece duplicar e às vezes triplicar pelo modo diverso em que o mesmo capital ou simplesmente o mesmo título dívida aparece, em diferentes mãos, sob diversas formas. A maior parte desse capital monetário é puramente fictícia.

²² Nas palavras de Marx (1981), “toda a conexão com o processo real de valorização do capital se perde assim até o último vestígio, e a concepção do capital como autômato que se valoriza por si mesmo se consolida”.

o entendimento que no capitalismo contemporâneo, a extensão do movimento financeirização pode alargar consideravelmente o tamanho das fases dos ciclos (crista, vale e comprimento) bem como ampliar os efeitos negativos da reversão.

A financeirização da atual fase do capitalismo, entendida como o aumento dos haveres financeiros na composição da riqueza privada, remonta aos anos de 1980 e tem origem na desregulamentação dos mercados financeiros, nas técnicas de administração do passivo bancário e nas inovações financeiras. Com objetivo de elevar o nível de alavancagem e, conseqüentemente, o potencial de lucro, sobretudo em períodos de maior crescimento nos quais os agentes reduzem sua preferência pela liquidez, o desenvolvimento das inovações financeiras possibilitaram a expansão dos mercados de ativos financeiros derivativos. A partir do crescimento destes mercados, múltiplos produtos (ou ativos) financeiros são criados e colocados à disposição do público em geral, sendo que nas fases de maior crescimento e otimismo, a demanda por estes ativos cujos riscos são maiores, aumentam consideravelmente, o que acaba originando uma dinâmica retroalimentadora de elevação nos seus preços.

O resultado desse processo foi que a “acumulação de ativos financeiros ganhou na maioria dos casos status permanente na gestão da riqueza capitalista” (BELLUZZO e COUTINHO, 2007). Assim, esses ativos passaram a afetar não mais apenas fatores associados às decisões de investimento, mas também a provocar mudanças significativas na trajetória do consumo. Em termos minskyanos, significa que houve mudança significativa nos determinantes das decisões gastos, exigindo uma ampliação da HFF para o consumo. De acordo com Belluzzo e Coutinho (2007, p. 3):

A mudança na composição da riqueza provocou dois efeitos importantes para as decisões de gasto: 1) ampliou o universo de agentes que, detendo uma parcela importante de sua riqueza sob a forma financeira, têm necessidade de levar em conta a variação de preços dos ativos; 2) esta ampliação do efeito riqueza implica a possibilidade de flutuações mais violentas do consumo e do investimento. O consumo deixa de ter o comportamento relativamente estável prevista pela função-consumo keynesiana e passa a apresentar um componente típico das decisões capitalistas.”

A ampliação dos gastos em consumo nesses moldes passa sustentar os gastos em investimento (acumulação). Assim, a validação dos projetos de investimentos é sancionada por muito mais tempo, apoiada no diferencial positivo do consumo proporcionado pela percepção dos consumidores de que sua riqueza aumentou²³. Com efeito, a desproporção

²³ Esta idéia é compatível com a análise apresentada por Tobin (1969), que busca relacionar o valor de mercado das ações de uma firma com seus investimentos. Autores como Lourenço (1999, 2006) e Mollo (1988) ressaltam alguns problemas de se tratar dos investimentos produtivos e demais ativos financeiros em um mesmo conjunto de ativos. Ao proceder desta maneira aspectos importantes da articulação entre as esferas produtivas e financeiras acabaram ficando de fora da análise. Evidências empíricas, sobretudo após a intensificação da

entre produção (nos termos em que o capital pode se reproduzir de forma ampliada) e a realização de mesma produção é ampliada em tamanho e duração, a despeito do incremento da frequência de crises menores causadas autonomamente pelas correções - já que nos mercados financeiros podem-se reavaliar os ativos quase que instantaneamente - nos circuitos financeiros (dos capitais fictícios).

Ademais, a sustentação do *boom* por maior período de tempo permite aprofundar as mudanças institucionais, no sentido da desregulamentação e liberalização financeira, em um processo retroalimentador que depende cada vez mais de condições específicas para se conformar. Entretanto, se a fragilização (em termos *minsky*anos) ou a contradição (em termos *marxistas*) já se mostrava crítica quando apenas da relação entre circuitos financeiros e capital produtivo, essa é muito pior quando se dá como resultado da ampliação para o consumo improdutivo das classes sociais. Sabidamente, a compra de ativos de capital produtivo está associada a expectativas de rendas futuras provenientes destes. Não é o que ocorre com os bens de consumo.

Dessa forma, as dívidas contraídas para financiar consumo na fase de expansão estão ancoradas somente na contínua variação positiva dos preços dos ativos financeiros e imobiliários que compõem a riqueza das famílias, no crescimento da capacidade de endividamento, bem como no aquecimento do mercado de trabalho. Vale ressaltar que o crescimento dos salários não necessariamente acompanha o *boom* da economia. Sobre isso, Palley (2009, p.3), em sua interpretação sobre a crise de 2008, ressalta que “*the essence of the argument is that the post-1980 neoliberal growth model relied on rising debt and asset price inflation to fill the role in aggregate demand created by wage stagnation and widened income inequality*”.

Sendo assim, quando o movimento de fragilização financeira dos agentes econômicos alcança seu limite e ocorre a reversão, ou quando a contradição entre produção e realização assentada em capitais fictícios, o antes componente mais estável da demanda, o consumo, irá se retrair de forma muito mais intensa do que antes. Isso porque os agentes se encontrarão em situação crítica de endividamento. Mais uma vez, a deflação de débito irá corroer o valor da riqueza das famílias que perceberão que suas dívidas não podem ser cobertas pela venda do seu patrimônio ao novo preço de mercado. Ou seja, a nova configuração financeira do sistema

desregulamentação financeira, mostram que não há nenhuma garantia de que crescimento do valor nos preços de ativos financeiros estimule novas decisões de investimento (FERREIRA, 1998).

capitalista atual, bem como os novos determinantes dos gastos associados aos componentes de demanda resulta em movimentos mais bruscos na trajetória do produto das economias.

Dessa forma, ampliação da HFF para o consumo permite uma aproximação com a interpretação marxiana das crises econômicas, conformando um arcabouço mais sólido para lidar com as características do capitalismo contemporâneo. Além disso, essa visão que explicita e deposita relevância ao papel da intermediação financeira na sustentação da contradição entre produção-realização é, outrossim, compatível com o conceito de “estruturas sociais de acumulação” (ESA) de inspiração marxista, defendido por Gordon et al (1982) e Crotty (1986), que explicita a articulação das instituições que caracterizam uma determinada época histórica e o processo de acumulação de capital.

O conceito de ESA evidencia o caráter mutável das economias capitalista ao longo do tempo. Dessa forma, cada época histórica é marcada por um conjunto de instituições que sustenta a acumulação de capital. São, portanto, as ESA que caracterizam as condições do mercado de trabalho e os determinantes do salário; a organização das empresas, os tipos de processos produtivos e tecnologias utilizadas; os determinantes da distribuição funcional da renda e a extensão da dimensão financeira em relação aos capitais produtivos que sustentam o processo de acumulação/investimento. Assim, as crises que emergem das contradições entre produção-realização, são condicionadas por conjunto institucional de acumulação. Esses condicionantes moldam a extensão da fase ascendente do ciclo, o grau da depressão que se segue após a reversão e o espaço que os Estado têm para intervir a fim de minorar as consequências do crescimento cíclico.

Nesse sentido, as crises, a partir dessa interpretação Marx-Minsky, poderiam ser compreendidas como expressão da incompatibilidade das estruturas institucionais frente às relações sociais que se modificam ao longo do processo de acumulação. Com a acumulação de capital, as relações sociais que se associavam de forma compatível com o conjunto institucional, se transformam qualitativamente, tornando obsoletas essas mesmas estruturas sociais de acumulação. A crise que emerge é o aspecto mais sintomático dessa obsolescência. Com efeito, a superação da crise passa pela edificação de novas estruturas sociais de acumulação²⁴. Como desdobramento dessa interpretação, cada crise é específica, histórica e guarda em si as soluções às contradições do ciclo anterior, isto é, as adaptações institucionais que permitiram superar a crise precedente.

²⁴ Segundo Crotty (1986), “A secular crisis of accumulation, along with the political and social turbulence it engenders, cannot end unless major institutional or structural change occurs, that is, unless a new and qualitatively distinct social structure of accumulation is put in place”.

5. Conclusões

O presente artigo intentou cotejar as contribuições marxianas e minskyanas para a compreensão das crises econômicas. Num primeiro momento, buscou-se apresentar as contribuições de cada um dos autores. Na ausência de uma teoria acabada das crises ao longo da obra de Marx, deitaram-se esforços para elaborar uma interpretação compatível com as principais categorias apresentadas pelo autor. Em seguida, partiu-se dos principais conceitos na obra de Minsky a fim de elucidar as contribuições desse pensador pós-keynesiano.

Em um segundo momento avaliou-se a compatibilidade entre as duas abordagens. Concluímos que a abordagem minskyana enxerga a crise como um problema institucional na forma da falta de políticas de intervenção que arrefeçam a fragilidade financeira. Por sua vez, a abordagem marxiana compreende a crise como um estado potencial necessário à produção capitalista, um mecanismo orgânico ao modo de produção capitalista, a partir do qual suas contradições são respostas em níveis adequados às condições de reprodução do capital.

A despeito dessa distinta avaliação da natureza das crises, entendemos que a abordagem de Minsky sobre os mercados financeiros é extremamente consistente com o esforço em nível mais abstrato de Marx no desenvolvimento de uma sofisticada teoria financeira compatível com sua análise dos circuitos dos capitais produtivos. Com efeito, por meio da extensão do conceito de HFF para o consumo, tentamos demonstrar que um arcabouço teórico de inspiração Marx-Minsky é robusto para compreender as crises econômicas que emergem no contexto de financeirização, particularmente para compreender a crise financeira que abateu a economia mundial a partir de 2008.

Por fim, entendemos que a abordagem Marx-Minsky nos permite revisitar o conceito de Estruturas Sociais de Acumulação. A partir desse conceito, a crise apresenta-se como um aspecto sintomático da obsolescência das instituições que sustentam o processo de acumulação, de forma que a superação da crise passa pela construção de novas estruturas sociais de acumulação. Como desdobramento dessa interpretação, cada crise é específica, histórica e guarda em si as soluções às contradições do ciclo de acumulação anterior.

6. Bibliografia

BELUZZO, L.G; COUTINHO, L. *“Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas*. Mimeo, 2007.

CARCANHOLO, M. D. Causa e Formas de Manifestação da Crise: uma interpretação do debate marxista. *Dissertação de Mestrado* apresentada na Universidade Federal Fluminense, 1996.

CARCANHOLO, M. D. Formas, conteúdo e Causa: uma proposta de interpretação marxista para o fenômeno crise. *Leituras de Economia Política*, IE Unicamp, n.5, dezembro, 1997.

CARCANHOLO, M. D. ; AMARAL, Marisa Silva . O Fenômeno Econômico das Crises Capitalistas nas Perspectivas Marxista e Keynesiana: notas para um debate teórico. In: *XIV Encontro Nacional de Economia Política*, 2009, São Paulo. Anais do XIV Encontro Nacional de Economia Política, 2009.

CARCANHOLO, R.; SABADIN. Capital Fictício e Lucros Fictícios. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, Rio de Janeiro, nº 24, p. 41-65, junho 2009.

CARVALHO, F. C. Stabilizing an unstable economy”. Resenha bibliográfica. *Revista Pesquisa e Planejamento Econômico*, nº17, 1987.

_____. *Mr.Keynes and the Post Keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy* Aldershot: Edward Elgar, 1992.

CAVALCANTI FILHO, P.F Ciclo Econômico e Instabilidade Estrutural: um modelo evolucionário multisetorial minsky keynesschumpeteriano. *Tese de doutorado* apresentado ao Instituto de Economia da UFRJ, Rio de Janeiro, 2002.

COSTA, F.N. *Economia Monetária e Financeira: uma abordagem pluralista*, São Paulo: Makron Books, 1999.

CROTTY, J. Marx, Keynes and Minsky on the Instability of the Capitalism Growth Process and the Nature of Government Economic Policy. In SUZANNE, W.; HELBURN, W.; BRAMHALL D. *Marx, Schumpeter, & Keynes: A Centenary Celebration of Dissent*. New York: M.E. Sharpe, 1986.

DYMSKI, G. ;POLLIN, R. “Hyman Minsky as a Hedgehog: the Power of the Wall Street Paradigm”, in FAZZARI, S.;PAPADIMITRIOU, D. (orgs.) *Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky*. Londres: Sharpe, 1992.

FERREIRA Jr. R. Estruturas Financeiras e Flutuações Econômicas: Stiglitz e Minsky. *Tese de doutorado*, IE-Unicamp, junho, 1998.

FONSECA, T. Uma análise sistêmica para o papel dos bancos e das firmas no desenvolvimento do ciclo minskyano. *Anais do XIII Encontro da Sociedade Brasileira de Economia Política*, João Pessoa, 2008.

GORDON, D. EDWARDS, R.; REICH, M. *Segmented Work, Divided Workers: The Historical Transformation of Labor in the United States*. New York.: Cambridge University Press, 1982.

KALECKI, M. *Theory of Economic Dynamics*. London: Allen & Unwin, 2a ed, 1954.

KEYNES, J. M. *A Teoria Geral do Emprego, do juro e da moeda*. Trad. Mário R da Cruz. São Paulo, Atlas, 1982.

KREGEL, J. Margins of Safety and Weight of the Argument. *Journal of Economic Issues*, jun, 31, 2, pp.540-548, 1997.

LOURENÇO, A.L. Minsky, câmbio e “finança direta”: A hipótese de instabilidade financeira no contexto institucional dos anos 90”. *Dissertação de Mestrado* apresentada ao Instituto de Economia da Unicamp, Campinas, 1999.

_____.O pensamento de Hyman P. Minsky: alterações de percurso e atualidade”. *Economia e Sociedade*, Campinas, v.15, n.3 (28), p.445-474, dez, 2006.

MANDEL, E. *El Capital: cien años de controversias em torno a la obra de Karl Marx*. Siglo XXI editores, México, 1985.

MARX, K. *O Capital: crítica da economia política*. 6 volumes, 3ª edição, Civilização Brasileira, São Paulo, 1981.

MAZZUCHELLI, F. *A Contradição em processo: o capitalismo e suas crises*. Brasiliense. São Paulo, 1985.

MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press.1986.

PALLEY, I. T. *The limits of Minsky's Financial Instability Hypothesis as an Explanation of the Crisis*. New American Foundation: Washington DC, 2009.

RIBEIRO, Nelson Rosas. A Acumulação do Capital no Brasil: Expansão e Crise. Dissertação apresentada no Instituto Superior de Economia para a obtenção do Grau de *Doutor em Economia*. Parte II: As Crises no Capitalismo: Uma Visão Marxista. Lisboa. Dezembro. 1988.

MOLLO, M. L. R. Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky. *Revista de Economia Política*, vol 8, n. 1, Jan-Março, 1988.

ROMO, H.G. *Lecciones de Economía Marxista*. Fondo de Cultura Económica, México, 1988.

SUMMA, R. Modelos de Fragilidade Financeira para Economia Aberta. *Dissertação de mestrado* apresentada ao Instituto de Economia da UFRJ, Rio de Janeiro, 2005.