

# Explicações heterodoxas sobre as crises econômicas: uma análise comparativa entre Veblen e Minsky

*Daniel Drach*

Mestrando do IE/UNICAMP

*Norberto Montani Martins*

Mestre em Economia pelo IE/UFRJ

Pesquisador do Grupo de Estudos sobre Moeda e Sistema Financeiro

## Resumo

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

**Palavras chave:** Crise, Veblen, Minsky, Fragilidade Financeira.

**Classificação JEL:** B22, B25, E32, G01.

## Abstract

The present paper describes the analyses of Veblen and Minsky on economic crises, stressing the role of monetary or pecuniary elements involved in the gestation and development of crises. More specifically, we aim at comparing these two analytical frameworks, amid their different theoretical bases, in order to identify the main points of convergence and divergence among them. We concluded that both approaches see crises as an endogenous phenomenon to capitalist economies, resulting from business dynamics and deeply linked to monetary and/or pecuniary dynamics. In this sense, we found that Minsky's and Veblen's approaches are compatible and even complement themselves, in spite of the fact they have different theoretical bases.

**Keywords:** Crisis, Veblen, Minsky, Financial Fragility.

**JEL Codes:** B22, B25, E32, G01.

**INFORMAÇÕES XVIII ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA**

**Classificação de área SEP:** 5.1. Economia Monetária e Financeira

**Destinação:** Sessões Ordinárias

# Explicações heterodoxas sobre as crises econômicas: uma análise comparativa entre Minsky e Veblen

## 1. Introdução

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

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

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

Ambas as abordagens descrevem as crises do ponto de vista monetário (ou pecuniário) e como fenômenos endógenos à dinâmica capitalista. Contudo, a despeito de marcadas similaridades, essas abordagens se fundamentam em bases teóricas essencialmente distintas. Portanto, para compreender efetivamente a relação e os limites entre as contribuições de ambas as correntes – especialmente de ambos os autores mencionados –, é necessário analisar cuidadosamente suas proposições, evitando conclusões que possam aparecer como resultado de uma análise baseada na apreciação de similaridades superficiais.

Neste contexto, a presente monografia se dispõe a descrever as análises de Minsky e Veblen sobre crises, destacando o papel dos elementos monetários ou pecuniários envolvidos na gestação e desenvolvimento das mesmas. Como objetivo específico, busca-se comparar estes dois corpos teó-

ricos, com vistas a identificar os principais pontos de convergência e divergência que apresentam, em meio as suas bases teóricas distintas.

O artigo se divide como segue: além desta introdução, a Seção 2 aborda a visão de Veblen sobre o ciclo econômico e apresenta, em um prelúdio, determinados elementos fundamentais para compreensão de sua abordagem diferenciada da economia; a Seção 3 apresenta a visão de Minsky sobre o comportamento cíclico da economia, além de explicar determinados elementos teóricos pertencentes ao paradigma pós-keynesiano; a Seção 4 objetiva a comparação entre os conceitos e conclusões dos dois autores, dando especial ênfase à tarefa de compreender as similaridades e explorar limites das possíveis analogias, tentando delinear até que ponto existem compatibilidades reais, quando as diferentes bases teóricas impedem um diálogo mais profundo, e quando existe uma relação de complementaridade entre ambas as abordagens; a Seção 5 conclui o artigo, sintetizando os principais pontos nele levantados.

## **2. Crises econômicas em Veblen**

Thorstein Veblen criou em sua obra um sistema de pensamento que representa uma cisão com as premissas e o instrumental das várias vertentes clássicas de análise econômica. Foi um dos primeiros economistas a partir de um ponto de vista evolucionário para analisar a realidade econômica. Influenciado pela ascensão das ideias *darwinistas*, Veblen propõe um esquema da dinâmica institucional das sociedades humanas que parte da criação de um conjunto de propensões formadoras do núcleo de uma nova concepção de natureza humana<sup>1</sup>. Tal diagnóstico fornece uma visão alternativa àquela que retrata o ser humano como uma máquina maximizadora de prazer e minimizadora de dor – visão hedonística. Esta “natureza humana” *vebleniana* criaria, através de um infindável conflito entre seus elementos principais e a realidade material das comunidades humanas, o escopo analítico geral que Veblen utiliza para compreender movimentos sociais, culturais e econômicos, neste último caso, do qual destacamos sua análise sobre as crises econômicas.

### **2.1. Fundamentação teórica da análise de Veblen**

O escopo analítico *vebleniano* pode ser resumido, para os fins do presente trabalho, pela identificação de um conjunto de dualidades sociais, culturais e econômicas. Tais dualidades não deixam de ser um desenvolvimento particular, em uma dada realidade social e material, da dualidade fundamental entre dois conjuntos de elementos formadores da natureza humana: (1) o conjunto dos elementos derivados da “propensão ao trabalho produtivo” ou “*instinct of workmanship*”; (2) o conjunto dos elementos derivados da “emulação pecuniária”.

A “propensão ao trabalho produtivo” seria a força geradora dos elementos industriais, ligados à satisfação das necessidades materiais da comunidade. Ao contrário do que é pregado pela visão

clássica, que coloca o trabalho como um fardo ao qual o ser humano deve se submeter para buscar sua sobrevivência, para Veblen (1898: 4) o homem seria dotado de uma proclividade natural ao trabalho produtivo – uma noção implícita de causalidade e processo eficiente, sob a vigilância da qual o desperdício e a futilidade gerariam desprazer, enquanto a eficiência produtiva do trabalho seria “espiritualmente” recompensadora. Em adição à proclividade ao trabalho produtivo, os seres humanos seriam dotados de uma propensão “emulativa”, uma inclinação natural em direção à imitação e à comparação entre indivíduos (*idem*: 8). Tal emulação teria, dentro do esquema *vebleniano*, o papel de regular o regime de status social – que determina como a relação entre as diversas classes de indivíduos se estrutura.

Durante diferentes períodos da história humana, distintas realidades materiais e culturais condicionaram diversas formas de emulação, dentre as quais destacamos, como segundo estágio, a “emulação predatória”, baseada na força bruta, violência e exposição de “façanhas heroicas” como fatores de ganho de status social. Conforme os hábitos predatórios se tornam centrais na comunidade, a apropriação de objetos e pessoas começa a tomar outra dimensão, outro estágio, final, da emulação emerge como consequência do surgimento da indústria, da acumulação de riqueza e do concomitante desenvolvimento da instituição da propriedade privada (Veblen, 1994: 26). Nesta nova realidade, a distinção entre indivíduos, uma necessidade para a construção do regime de status, passa a ser operada tendo como base comparações entre o volume pecuniário (monetário) das propriedades de cada um: “The possession of wealth (...) becomes, in popular apprehension, itself a meritorious act.” (*idem*: 29). Portanto, o hábito predominante da “emulação predatória”, calcado na violência e na bravura, lentamente dá lugar – sem jamais desaparecer – à sua manifestação mais moderna, a **“emulação pecuniária”**, baseada numa comparação entre os valores monetários dos artigos de propriedade.

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

É nesse contexto que Veblen se coloca a tarefa de explicar a produção material, que passa a ser a tarefa de identificar os elementos presentes nas comunidades humanas que a possibilitaram – “ativos imateriais da comunidade”<sup>2</sup> – entendendo sua dinâmica de criação e suas relações com o conjunto dos “bens materiais de produção”<sup>3</sup>. Veblen argumenta que em sociedades com baixo grau de desenvolvimento do “estado das artes industriais”, como era o caso de sociedades primitivas, a

apropriação dos “meios materiais de produção” por um indivíduo não lhe geraria nenhuma vantagem diferencial significativa, pois a pouca sofisticação destes “bens de produção” implicaria que eles poderiam ser facilmente produzidos pelo trabalho de apenas um homem. Portanto, nos primórdios da vida em comunidade, tais meios materiais eram geralmente mantidos sob um regime de propriedade coletiva.

Conforme o corpo de “ativos imateriais da comunidade” começa a crescer em complexidade e são criados novos processos tecnológicos que engendram a utilização de meios materiais de difícil acesso e produção<sup>4</sup>, sua propriedade começa a colocar o proprietário em uma posição de clara vantagem sobre os demais indivíduos da comunidade. É sob a vigência desta recente situação na história das sociedades humanas, onde a apropriação dos “bens materiais de produção” é de importância central, que surge o regime da *moderna empresa de negócio* (“business enterprise”). Sob este regime, o poder discricionário dos negócios sobre a indústria é exercido no dia a dia da produção, sendo o volume da produção determinado pelos interesses dos proprietários de capital e não por razões técnicas ou pelas necessidades materiais da comunidade (Veblen, 1908b).

Portanto, para o entendimento da dinâmica econômica moderna, se faz necessária a compreensão do funcionamento de uma “business enterprise”. Tais estruturas institucionais atuam sob a regência método do “investimento visando lucro” se baseando na capitalização de ativos materiais e imateriais, através do recurso ao crédito, como forma principal de financiamento. Devido a modificações derivadas do uso generalizado do crédito<sup>5</sup> e da evolução das técnicas produtivas, a dinâmica dos negócios e suas relações com o sistema industrial tomam novas dimensões nos tempos modernos:

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

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

Desta reavaliação do capitalismo moderno como distinto daquele vigente nos tempos da “*money economy*” surge a necessidade de reformular os conceitos básicos de economia para que estes en-

trem em conformidade com as necessidades institucionais modernas. A essência do conceito *vebleniano* de capital reside em sua existência puramente pecuniária, ou seja, capital representa um fundo de valores monetários avaliado tendo em vista sua capacidade esperada de gerar lucros para seu proprietário. A materialidade do objeto de propriedade não é uma necessidade, portanto um “ativo intangível”<sup>6</sup>, cuja posse esteja garantida por direitos de propriedade legalmente assegurados, é tanto capital quanto qualquer máquina ou equipamento industrial. Este “fundo de valores” possui pouca ou nenhuma relação com variações reais na capacidade produtiva, medida em termos de quantidades: “Invested wealth is capital, a pecuniary magnitude, measured in terms of value and determined in respect of its magnitude by a valuation which proceeds on an appraisal of the gain expected from the ownership of this invested wealth” (Veblen, 1904: 104-5). Assim como o capital, investimento também é uma categoria pecuniária. Investimento é toda e qualquer aplicação de recursos financeiros visando retorno pecuniário: “... (Investment) is a pecuniary transaction, and its aim is pecuniary gain, – gain in terms of value and ownership.” (*ibid.*).

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

Retomando o argumento já explicitado, o objetivo da moderna empresa de negócios é o lucro, e o método mais utilizado para atingi-lo é a manipulação de preços. O homem de negócios, envolvido na gerência de tal estrutura, visa criar alterações no sistema de preços que gerem possibilidades de ganho diferencial. Este novo paradigma de gerência industrial implica não só em uma nova dinâmica na produção, mas em uma nova dinâmica das formas de financiamento da mesma. A moderna empresa de negócios se baseia no financiamento via capitalização de ativos materiais e imateriais, através do acesso recorrente ao crédito. Portanto, devemos entender de que forma esta estrutura financia suas atividades se queremos compreender o comportamento do sistema econômico atual.

Assim como destacado em Cruz (2007), temos que uma empresa possui duas capitalizações distintas: (1) “*de jure*” ou **capitalização nominal**, baseada nos valores contábeis de seus ativos materiais e imateriais; (2) “business capital”, ou **capitalização efetiva**, derivada da avaliação da capacidade de ganho futura (“*earning capacity*”), tal como entendida no mercado de capitais. A capitalização “de jure” é uma formalidade contábil, e possui pouca importância para a presente exposição<sup>7</sup>. Portanto, nossa atenção se foca nas peculiaridades do processo de *capitalização efetiva* e sua significância para os movimentos de prosperidade e crise nos negócios.

A *capitalização efetiva* depende principalmente de fatores ligados à posição da empresa dentro do mercado e das expectativas quanto ao desempenho do mesmo. Eficiência produtiva, inovação e todo o tipo de melhorias técnicas/materiais possuem uma relação de determinação indireta neste esquema, só afetando a valoração de mercado na proporção em que gerem uma capacidade de ganho extra:

“The value of any given block of capital, therefore, turns on its earning-capacity; or, as the mathematical expression has it, the value of capital is a function of its earning-capacity, not of its prime cost or of its mechanical efficiency. It is only more remotely, and through the mediation of the earning-capacity, that these last-named factors sensibly affect the value of the capital.” (Veblen, 1904: 152-3).

Na realidade, no processo de capitalização da maioria das grandes empresas, observa-se que a maior parte do *capital efetivo* provém de fatos geradores imateriais – ativos intangíveis –, ou seja, do “goodwill” do empreendimento. Assim, a *capitalização efetiva* de uma empresa esta sujeita a um interminável processo de reavaliação **baseado nas expectativas**, criadas nas bolsas de valores, quanto ao desempenho futuro dos mercados com os quais ela tem contato (*idem*: 154).

Como será exposto mais adiante, é da diferença entre uma capitalização inicial, baseada em expectativas dos agentes quanto à capacidade de ganho que foram formadas em um ambiente de prosperidade econômica, e uma capitalização final, baseada na realidade de uma economia estagnada, que surgem as crises.

Para uma empresa operando em um dado mercado, o tempo e a magnitude de seu “turnover” são os principais determinantes de sua capacidade de ganho. Eles representam respectivamente, o quão rápido a empresa consegue recuperar um dado investimento e o volume deste investimento. Para encurtar o tempo do *turnover*, geralmente, se busca algum aperfeiçoamento nas técnicas produtivas que reduza custos ou recorre-se ao uso de propaganda como forma de aumentar a demanda – “*competitive pushing of sales*”. Já para o seu aumento em termos de volume, se recorre ao crédito como forma de expandir a atividade produtiva (*idem*: 94). Seria, *ceteris paribus*, sempre vantajoso para o empresário recorrer à expansão creditícia visando aumento do *turnover*: “He under a constant incentive to increase his liabilities and to discount his bills receivable. Indebtedness in this way comes to serve much the same purpose, as regards the rate of earnings, as does a time-saving improvement in the processes of industry.” (*idem*: 95).

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

No regime do capitalismo competitivo aquilo que é uma vantagem para um, acaba tornando-se prática generalizada. Qualquer agente que recorra ao crédito estará em posição de marcada vantagem sobre seus concorrentes (*ibid.*). Portanto, o resultado esperado é o de que o uso recorrente ao crédito como forma de expansão do *turnover* se torne prática corriqueira. Esta tendência à expansão do endividamento como forma de inchar o volume de negócios será um dos determinantes das observações explicitadas no próximo tópico, ou seja, tal tendência terminará por levar a empresa a colocar praticamente a totalidade de seu capital como garantia de extensões creditícias subsequentes, levando a uma crescente indeterminação entre os conceitos de capital e de crédito.

## 2.2. O ciclo econômico segundo Veblen

A visão *vebleniana* coloca a ocorrência de crises como uma exclusividade dos negócios, ou seja, almeja explicar a prosperidade e a crise como fatores pecuniários, desconectados, por princípio, da realidade material da produção. As crises normais<sup>8</sup> seriam aquelas endógenas ao sistema, um resultado da extensão do domínio da gerência pecuniária de negócios sobre a indústria, relacionadas ao ciclo e dinâmica dos negócios. Nessa dinâmica, o conceito *vebleniano* de “*interstitial relations*” se faz importante para a compreensão de como: (1) os fenômenos localizados de preços podem gerar movimentos de prosperidade; (2) uma crise sistêmica pode surgir como consequência da simples observação pelos agentes econômicos de que algumas empresas se encontram insolventes.

O sistema industrial é composto de um *continuum* de relações de interdependência (“*interstitial adjustments*”). Nele, um processo depende de processos anteriores e determina outros posteriores. Portanto, ao pensa-lo, devemos desenvolver uma visão holística, capaz de concebê-lo como uma entidade única, composta por uma infinidade de sub-processos (Veblen, 1904: 7).

Esta característica holística da indústria, ligada à necessidade de precisão mecânica e de um constante ajuste técnico entre os vários subprocessos do sistema industrial, gera a necessidade de um constante monitoramento das relações entre as diversas subindústrias que compõe o sistema (Veblen, 1904: 16). Qualquer distúrbio em um ponto causa uma sequência de alterações possivelmente danosa (*idem*: 17). Este atributo potencialmente instabilizador demanda a elaboração de um sistema de monitoramento e ajuste eficiente das “*interstitial relations*”, visto que qualquer problema na relação entre dois subprocessos pode gerar desperdícios em inúmeros outros pontos<sup>9</sup>. Esta tarefa logística, extremamente relevante para o bem estar da comunidade, é atualmente desempenhada pelo sistema de preços, através de transações comerciais, medida em termos pecuniários e executada objetivando-se o lucro.

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



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

Este diferencial do sistema de preços é geralmente resultado de alguma perturbação inicial que inflaciona os preços em algum setor ou rebaixa preços em outros setores. Como o sistema industrial possui “rigidez em alguns preços”<sup>10</sup>, a onda inflacionária demora para atingir as porções mais afastadas do subprocesso agraciado pela perturbação inicial. Enquanto a onda inflacionária *não* atingir uma porção significativa do sistema industrial, o diferencial de preços será mantido, e consequentemente serão mantidos os lucros extraordinários e a prosperidade. Contudo, quando o aumento de preços atingir uma porção significativa do sistema industrial, restaurando a relação de preços relativos anterior, a rentabilidade retornará ao patamar anterior e a onda de prosperidade estará se aproximando de seu fim (*idem*: 195).

O processo descrito acima, de alastramento sistêmico de um movimento inicial de aumento de preços, não seria o suficiente para deflagrar uma crise de liquidação. Conforme os preços relativos retornassem ao seu patamar anterior – aquele observado antes do distúrbio favorável ocorrer – as rentabilidades cairiam, e o nível de atividade se ajustaria a um novo patamar condizente com o nível de preços vigente. O problema desta visão simplista, explicitada na frase anterior, é que ela desconsidera completamente o papel do crédito e da capitalização nesse processo. Ou seja, tal visão só se aplicaria em uma *money economy*, onde o recurso ao crédito e os métodos *pecuniários* de gerência dos negócios não fossem generalizados. O movimento dos ciclos de negócios como explicado por Veblen concede ao crédito/capitalização papel central como fator explicativo.

Abordando a questão pelo lado do crédito temos que o ciclo de prosperidade e crise ocorre de acordo com os seguintes passos: (1) um distúrbio inicial – ou uma apreensão de possibilidade de distúrbio – no sistema de preços aumenta a expectativa de rentabilidade de uma empresa ou de um grupo de empresas; (2) como as expectativas de ganhos são promissoras, novas expansões creditícias são efetuadas visando a maximização do volume de negócios através de um aumento na produção via investimento; (3) estas expansões creditícias aumentam o volume de capital; (4) o aumento do capital novamente expande as possibilidades de extensão creditícia ao aumentar o valor do colateral das empresas envolvidas, colateral este que pode ser apresentado a qualquer momento como

garantia para uma nova extensão de crédito. Assim o ciclo se perpetua, em um processo retroalimentado<sup>11</sup>.

Enquanto as expectativas quanto a rentabilidade futura da empresa continuarem otimistas, o ciclo retroalimentado de valorização e endividamento pode seguir. Porém, conforme o distúrbio inicial de preços se espalha, restaurando o estado inicial do sistema de preços relativos, as rentabilidades diferenciais vão sendo erodidas, e, assim, a prosperidade se aproxima do fim. Após o retorno do sistema de preços relativo ao estágio pré-prosperidade, as empresas se encontram em uma situação especialmente complicada: elas carregam um corpo de obrigações que foi adquirido sob condições de prosperidade e cujos pagamentos de juros condiziam com as condições de rentabilidade esperada vigentes durante a época de crescimento dos preços (Veblen, 1904: 201).

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

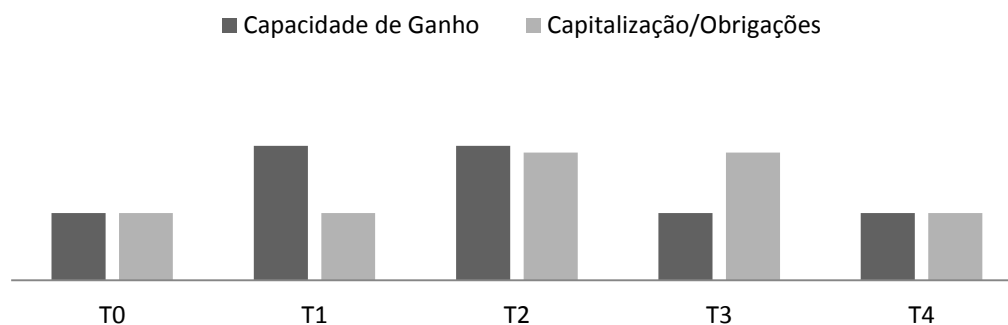
“But when such a situation has come, all that is required to bring on the general catastrophe is that some considerable creditor find out that the present earning-capacity of his debtor will probably not warrant the capitalization on which his collateral is appraised. In self-defense he must decline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

Outra forma de abordar essa dinâmica é referindo-se ao conceito de capitalização. Nesse sentido, Veblen (1904: 201) sugere que:

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

Esta sequência de acontecimentos é exemplificada pela (Figura 2), e obedece à seguinte sequência: (T<sub>0</sub>) antes do distúrbio inicial modificar as expectativas de rendimento, a empresa encontra-se em uma situação equilibrada, na qual sua *capitalização efetiva* condiz com sua capacidade esperada de ganho; (T<sub>1</sub>) conforme preços sobem e a rentabilidade esperada da empresa aumenta, sua capitalização efetiva se mostra pequena em relação à sua capacidade de ganho, ou seja, a empresa se encontra subcapitalizada; (T<sub>2</sub>) novos lançamentos de papéis são efetuados, até que a *capitalização efetiva* esteja de acordo com a rentabilidade esperada, possibilitada pela onda de prosperidade e aumento de preços; (T<sub>3</sub>) conforme os preços relativos retornam ao patamar de t<sub>0</sub>, a capacidade de ganho se reduz, fazendo com que a capitalização anterior (vigente em t<sub>2</sub> e t<sub>3</sub>) seja excessiva, ou seja, agora a empresa se encontra sobrecapitalizada.

**Figura 1: "Processo das Crises e Épocas de Prosperidade"**



Fonte: Elaboração Própria.

O problema da situação final na qual a empresa se encontra após o fim processo acima descrito reside no fato de que, uma empresa sobrecapitalizada, ou equivalentemente, cujo valor de suas obrigações em circulação excede sua capacidade de ganho, não pode se “descapitalizar” sem que isto incorra em sua liquidação. Não existem mecanismos institucionais que permitam processos “não traumáticos” de redução de valores nominais de propriedade (Veblen, 1904: 225-6).

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

### **3. As crises econômicas na obra de Minsky**

A crise financeira de 2008 direcionou os interesses dos economistas à obra de Hyman P. Minsky<sup>12</sup>. Pode-se afirmar que Minsky é um dos principais “herdeiros” da obra de John M. Keynes, que é o ponto de partida de sua análise e também a estrutura sobre a qual constrói seu edifício teórico. Mais do que meramente reproduzir as bases teóricas keynesianas, Minsky as estende, dando marcada ênfase ao lado das obrigações dos agentes econômicos – Keynes, em seu Capítulo 17 da Teoria Geral havia se limitado a discutir o lado dos ativos – e os sistemas financeiros e sua dinâmica. Portanto, a obra de Minsky, entendida como uma extensão da obra de Keynes, também se coloca como uma alternativa à economia clássica, e se propõe a entender as crises econômicas a partir de uma “estabilidade desestabilizadora”.

#### **3.1. Fundamentação teórica da análise de Minsky**

A obra de Minsky parte de uma crítica à visão econômica (neo)clássica, construída a partir da comparação do sistema econômico keynesiano com aquele que o precede. Cada uma dessas “economias”, por assim dizer, é estruturada sobre um paradigma ilustrativo: enquanto a teoria clássica

teria por base o “paradigma da feira de aldeia”, o corpo analítico de Minsky seria construído através do “paradigma de Wall Street”, compartilhando as bases teóricas de Keynes.

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

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

Vale notar que, no contexto da *feira da aldeia*, a moeda é efetivamente introduzida, mas atende basicamente às funções de meio de troca e de denominador comum destas trocas. Ou seja, a moeda seria um mero veículo facilitador das trocas de mercadorias, incapaz, por definição, de modificar a dinâmica da economia real – em outras palavras, a moeda é neutra. Para explicar a possibilidade endógena de ruptura, Minsky (*ibid.*) considera necessário o abandono desta noção de neutralidade, o que toma lugar na obra de Keynes a partir dos aspectos financeiros – e, portanto, monetários – relacionados ao investimento.

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

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

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

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

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

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

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

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

Como resultado, a instabilidade do sistema de probabilidades subjetivas impõe às decisões de investimento uma elevada volatilidade, que se agravaria conforme as condições da economia se afastassem de um “normal”, determinado pelas convenções firmadas pelos agentes:

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

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

A descrição do processo de formação da crise em Minsky parte da construção dos fundamentos da instabilidade econômica. A estabilidade/instabilidade econômica é explicada através do peso relativo entre três tipos de unidades dentro da dinâmica da economia, sendo tais unidades classificadas segundo a *fragilidade* de sua posição financeira, construída a partir de uma classificação dos fluxos monetários esperados, de entrada e saída, e sua compatibilidade (ou não) (Minsky, 2008b: 223-6).

As unidades *hedge* seriam aquelas com maior margem de segurança em sua operação. Nelas o volume de receita esperado seria suficiente para financiar tanto o pagamento dos juros quanto do principal de suas obrigações financeiras. Ainda, estas unidades não seriam particularmente suscetíveis à mudanças em seus fluxos de obrigações, relativas, por exemplo, à variações na taxa de juros nos mercados financeiros. Elas seriam vulneráveis, principalmente, a variações em suas receitas futuras (efetivas): “A hedge financing unit is not directly susceptible to adverse effects from changes in financial markets. The only way a hedge financing unit can go bankrupt is if its revenues fall short of its out of pocket costs and commitments.” (Minsky, 1984: 26).

Já as unidades *especulativas* enfrentariam uma posição financeira menos favorável. Nelas, no longo prazo, os *fluxos de renda* seriam suficientes para financiar o pagamento dos juros de suas obrigações, porém não o principal. Portanto, existiria nestas unidades uma necessidade latente de rolagem da dívida e/ou, no limite, operações de liquidação de seus ativos visando o financiamento de posições de curto prazo, sendo para isso o acesso ao setor financeiro – crédito para rolagem – fator de primeira necessidade. É importante notar que o caráter especulativo destas unidades se refere à pressuposição, implícita na posição financeira de tais agentes, de que o crédito para rolagem de obrigações de curto prazo estará disponível quando necessário (*ibid.*).

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

É a diferente distribuição dos agentes entre as distintas posições financeiras que implica a maior estabilidade ou instabilidade financeira da economia no agregado: quanto maior a proporção de unidades *especulativas* e *Ponzi*, maior o grau de fragilidade da economia.

### 3.2. *Instabilidade Financeira e Crise*

A instabilidade financeira, resultante da maior ou menor proporção de unidades *especulativa* e *Ponzi* dentro da economia, está relacionada diretamente à dependência do crédito para rolagem das dívidas dessas unidades, que são extremamente suscetíveis às mudanças nas condições do mercado financeiro. Variações nas taxas de juros, em uma economia dominada por empresas *hedge*, **não** são um fator particularmente desestabilizador, pois as mesmas independem, relativamente, da estrutura de custos de endividamento para honrar seus compromissos. Já em uma economia na qual predominam unidades *especulativas* e *Ponzi*, mudanças na taxa de juros podem rapidamente transformar uma unidade *especulativa*, que a despeito de sua fragilidade ainda é capaz de honrar seus compromissos financeiros, em uma unidade insolvente ou *Ponzi*<sup>13</sup>.

Esta situação é ainda agravada pelo fato, destacado em Minsky (1984: 29), de que as taxas de juros apresentam uma volatilidade menor em economias predominantemente *hedge* do que em economias predominantemente *especulativas* e *Ponzi*. Como a continuidade de sua operação depende de recurso constante ao financiamento, uma unidade *especulativa* ou *Ponzi* deverá recorrer ao crédito mesmo com a vigência de taxas de juros elevadas. Portanto, a elasticidade da demanda por crédito será tão mais baixa quanto maior for a proporção de unidades *especulativa* e *Ponzi* dentro da economia. Esta baixa elasticidade contribuiria para a instabilidade sistêmica, pois permitiria a maior volatilidade na dinâmica dos juros exatamente no tipo de economia que é extremamente vulnerável a estas variações.

Portanto, em uma economia dominada por posições econômicas frágeis, um aumento repentino nas taxas de juros poderá gerar uma crise de deflação nos valores dos ativos. Caso o aumento nos juros seja suficientemente grande para transformar uma proporção significativa das unidades *especulativa* em unidades *Ponzi*, as mesmas podem ser obrigadas a recorrer a venda de ativos para honrar suas dívidas de curto prazo. Se generalizado, este movimento de liquidação de posições poderia gerar um colapso dos valores dos mesmos, numa espiral deflacionária. Mas qual então o mecanismo endógeno que poderia levar à mencionada espiral?

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

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

Varias razões contribuiriam para esta geração interna das condições de instabilidade. Dentre elas se destacam: (1) a tendência de adoção de margens de segurança<sup>14</sup> cada vez menores nos contratos de crédito; (2) a existência de uma estrutura de incentivos endógenos que impulsiona a adoção de posições financeiras especulativas, sendo este processo um resultado de oportunidades criadas pelo baixo custo do financiamento de curto prazo em relação ao de longo prazo, fato recorrente em períodos de estabilidade e prosperidade financeiras:

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

Este diferencial entre as taxas de juros de curto prazo e de longo prazo surge como consequência da das altas taxas de rentabilidade de uma economia próspera e dos sucessivos déficits governamentais. Outros fatores, como a introdução de inovações financeiras, podem ainda contribuir para a deterioração da posição financeira das empresas. Porém, para os objetivos do presente trabalho, o ponto central da hipótese da instabilidade financeira é a de que uma época de marcada estabilidade e prosperidade econômica termina por gerar endogenamente ao longo do tempo – através de mecanismos diversos – as condições causadoras de instabilidade.

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

Nesse contexto, a percepção sobre a incerteza se torna mais aguda, as prospecções dos agentes quanto ao desempenho futuro da economia se tornariam cada vez mais pessimistas e o grau de confiança dos mesmos no estado das expectativas levariam a: (1) uma elevação da recompensa exigida por abrir mão de liquidez ou da taxa de juros, aumento este que inflacionaria ainda mais os encargos financeiros dos agentes e, principalmente, das unidades *Ponzi*; (2) uma redução na renda ou receita futura esperada, que compromete igualmente o alinhamento dos fluxos de receita e obrigações, podendo, inclusive, alterar as posições financeiras dos agentes. Estes dois efeitos poderiam se dar de forma relativamente independente, mas é razoável que consideremos sua atuação de modo simultâneo e cumulativo, pressionando os agentes tanto pelo lado do ativo como do passivo.



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

Em suma, as três opções apresentadas acima terminariam desembocando na formação de um quadro nebuloso, onde a incerteza e o pessimismo originado nas relações financeiras acabaria por afetar o investimento – pois afetaria direta e negativamente a capacidade de financiamento das empresas e deprimiria o valor dos ativos – e, via multiplicador, a renda e o consumo, o que poderia desembocar numa recessão<sup>15</sup>.

#### 4. Uma análise comparativa entre Veblen e Minsky

Ainda que partam de bases teóricas essencialmente distintas, as análises apresentadas nas seções anteriores indicam que há um conjunto de elementos que possibilita o diálogo entre as abordagens de Veblen e Minsky. A existência deste conjunto é reconhecida especialmente por autores de filiação pós-Keynesiana, em especial, em Papadimitriou e Wray (1999), Wray (2011) e Henry (2012). Como Henry (2012: 1) sugere, há também alguns fatos que indicam a plausibilidade desta possibilidade de comparação: em seu *survey* sobre o entendimento da moeda na tradição institucionalista, Dillard (1987) destaca a hipótese de instabilidade financeira de Minsky como um dos desenvolvimentos relevantes desta tradição; além disso, em 1996, Minsky foi agraciado com o Prêmio Veblen-Commons, dado pela Associação para Economia Evolucionária, ainda que em sua obra não haja referências explícitas à Veblen – ver Minsky (1996).

Ao invés de agrupar um corpo único de semelhanças e diferenças, optamos por dividir nossa análise comparativa em tópicos, partindo da pormenorização das semelhanças e contrastes entre os fundamentos teóricos que embasam suas posições para depois nos dedicarmos à comparação dos elementos contidos em suas teorias de crise.

##### 4.1. Fundamentos das Análises

Um primeiro ponto fundamental de convergência entre Minsky e Veblen está situado justamente sobre o ponto de partida das duas análises. Ambos os autores desenvolvem suas teorias a partir de

uma crítica explícita aos resultados econômicos da teoria clássica (ou neoclássica): a de Veblen, relacionada à visão hedonística, dos indivíduos como maximizadores de prazer, abrindo espaço para construção de um edifício teórico substancialmente distinto; e a de Minsky, que aponta, explicitamente, a incapacidade do corpo teórico neoclássico na tarefa de explicar a ocorrência de crises econômicas. A partir destas críticas, semelhantes em relação ao arcabouço exprobrado – a teoria clássica –, mas distintas em seu direcionamento, cada autor constrói sua análise, sobre a qual nossa análise comparativa se debruça.

#### 4.1.a. Monetário vs. pecuniário

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

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

Portanto, a ideia de uma economia pecuniária carrega em si uma noção implícita de que suas relações nunca extrapolam o domínio da distribuição. Em outras palavras, sob uma perspectiva *vebleniana*, a economia clássica/neoclássica é essencialmente pecuniária, pois nela não se analisa produção, se analisa distribuição; mesmo quando o foco parece ser aquele da teoria da produção o que de fato se considera são as causas e consequências distributivas do processo produtivo, medidos em termos de valores monetários, e consequentemente em termos da distribuição. O termo *pecuniário* invoca a existência de um rompimento essencial/filosófico entre a esfera material da produção e a esfera de negócios – distribuição:

“Since hedonism came to rule economic science, the science has been in the main a theory of distribution, – distribution of ownership and of income. (...) this theory of distribution has centered about a doctrine of exchange value (or price) and has worked out its scheme of (normal)

distribution in terms of (normal) price. (...) Even when some considerable attention is ostensibly devoted to theories of consumption and production, in these systems of doctrine the theories are constructed in terms of ownership, price, and acquisition, and so reduce themselves in substance to doctrines of distributive acquisition.” (Veblen, 1908c: 150).

A economia monetária de Keynes deriva de uma construção na qual, através da introdução de alguns elementos analíticos novos dentro dos modelos neoclássicos – o que implica a aceitação de suas premissas filosóficas essenciais<sup>16</sup> –, seus resultados originais são enfraquecidos, e em alguns casos revertidos. Dentre tais novos elementos analíticos, Minsky (2008a: 65-6) delega especial papel à formulação do conceito de incerteza:

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

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

#### 4.1.b. A “*Credit Economy*” e a Economia Monetária de Keynes

Apesar das diferenças em substância abordadas no tópico anterior, para fins do presente trabalho a construção da economia monetária em Keynes e a ideia de “*credit economy*” adotada por Veblen são suficientemente semelhantes, no que tange à caracterização da natureza das economias modernas. Enquanto Veblen intitula “*money economies*” as economias rudimentares, onde vigiam métodos de produção artesanais e a pequena propriedade, com a moeda funcionando como um mero meio de troca, Minsky caracteriza semelhantes economias dentro do que chama *paradigma da feira da aldeia*. No caso das economias modernas, por sua vez, Veblen as distingue como “*credit economies*”, na qual o uso de crédito é difundido e o investimento se dá a partir da busca de lucros monetários, caso semelhante ao *paradigma de Wall Street* minskyano.

Ou seja, em última instância, a distinção entre “*money economy*” e “*credit economy*” de Veblen foi bem capturada pela construção dos “*paradigmas da feira de aldeia e de Wall Street*”<sup>17</sup> de

Minsky, onde o primeiro paradigma aborda uma economia moderna e complexa sob a ótica ingênua de uma economia escambo e na segunda construção impera uma visão mais complexa, na qual na mesma economia as relações financeiras dão a tônica da performance macroeconômica.

#### *4.1.c. Capital, Investimento e Crédito*

Como já explicitado, capital para Veblen é um conceito pertencente à esfera das relações pecuniárias, neste sentido sua definição é pragmática – pois invoca o sentido que a palavra capital toma no dia a dia dos negócios – e puramente contábil: o capital é nada mais que um fundo de valores, denominado em moeda, que é avaliado a partir da sua capacidade prospectiva de gerar lucros para seu proprietário. Em oposição a esta visão, Minsky claramente assume a definição clássica de capital como bens materiais de produção. Contudo, a despeito deste posicionamento, no seguinte trecho, ele claramente pondera: "In a capitalist economy of the kind that Keynes postulated, there are private portfolios, real-capital assets are in essential details equivalent to speculative financial assets, and banks, generically defined as institutions specializing in finance, are important." (Minsky, 2008a: 54-5).

Ou seja, apesar de assumir formalmente uma definição de capital oriunda das formulações neoclássicas originais, Minsky observa que, para uma análise da economia que se foca nos aspectos *monetários*, bens de capital – máquinas e equipamentos – são em essência iguais aos ativos financeiros. Nesse sentido, a motivação para o investimento nos dois autores pode ser tratada de forma semelhante: investe-se, pois há uma busca por ganhos monetários, ou equivalentemente, nas decisões de portfólio dos agentes considera-se a posse de ativos tangíveis ou intangíveis equivalentemente, ambos são considerados como papéis que originam um fluxo de pagamentos monetários independentemente de sua origem.

#### *4.2. O Mecanismo do ciclo e as crises*

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

Veblen tentará abordar o ciclo se focando na análise dos fluxos de receita e em como a dinâmica dos preços no mercado de bens afeta estes fluxos. Por outro lado, Minsky se propõe a abordar como

modificações dos fluxos de obrigações, determinadas por mudanças nas condições vigentes nos mercados financeiros, podem causar crises e prosperidade. Os subtópicos a seguir se propõe a explicar algumas das diferenças, similaridades e complementaridades entre a visão de ambos os autores sobre os ciclos econômicos propriamente ditos.

#### 4.2.a. *A Temporalidade e Incerteza*

Em ambos os autores é criada uma visão temporal do processo econômico, sendo reconhecido o fato de que o corpo de obrigações financeiras é adquirido “*ex ante*”, baseado em expectativas quanto ao desempenho futuro da economia, e que os pagamentos de juros – consequência das mesmas obrigações – deverão ser efetuados “*ex post*”, quando tais expectativas se realizarem ou forem frustradas. Portanto, em ambas perspectivas, o ambiente expectacional dos agentes quanto ao desempenho futuro da economia desempenha um papel central. Apesar da presença de todos os elementos expectacionais suficientes para a construção da crise estarem presentes no relato de Veblen, merece destaque a enorme riqueza de detalhes oferecida pela abordagem de Minsky/Keynes, principalmente no que concerne a caracterização da incerteza, o processo decisório sob a incidência da mesma e as relações da dinâmica do investimento com este processo decisório.

Excetuando-se a maior riqueza de detalhes e concisão do relato de Minsky podemos mais uma vez ressaltar a equivalência das posições defendidas por ambos os autores. A crise surgiria como uma consequência das frustrações das expectativas dos agentes – ou até da modificação das mesmas<sup>18</sup> – quanto às condições operantes no mercado de bens – em Veblen – e no mercado de bens e no financeiro alternativamente – em Minsky. Esta diferença nos leva ao próximo tópico, onde será abordada a maior riqueza de detalhes que Minsky reserva à descrição das condições do mercado financeiro e suas consequências para a crise.

#### 4.2.b. *Mercados Financeiros e Mercados de Bens como Determinantes da Crise*

A construção do ciclo econômico em Veblen se foca<sup>19</sup> na descrição da crise como decorrência da redução de receita de vendas, ou seja, neste processo o estopim seria a redução dos fluxos monetários de receita – entrada –, consequência da dinâmica de preços no mercado de bens. Já na obra de Minsky é dada especial ênfase à crise decorrente da modificação das condições de operações do mercado financeiro, modificações estas que inflacionariam o volume dos pagamentos financeiros decorrentes do corpo de obrigações anteriormente adquirido pelas unidades econômicas ou dificultariam as condições para rolagem da dívida em unidades *especulativas* e *Ponzi*.

Ou seja, a análise de Veblen se concentra em uma explicação da crise que dá ênfase aos determinantes do aumento e da posterior redução das receitas de venda como decorrência dos movimentos do sistema de preços relativos. Já Minsky se propõe a pormenorizar o papel do sistema financeiro,

dos fluxos monetários de obrigações e das diferentes posições de fragilidade financeira assumidas pelos agentes no processo de formação do colapso. Para executar esta tarefa ele cria uma metodologia de análise dos fluxos monetários e uma tipografia das unidades econômicas.

#### 4.2.c. *Tipografia das Unidades Econômicas*

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

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

#### 4.2.d. *A Hipótese da Instabilidade Financeira e A Expansão do Volume de Turnover*

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

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

Portanto, em ambos os autores a crescente instabilidade das posições financeiras assumidas pelos agentes é descrita como um mecanismo **endógeno**, originado no ambiente de prosperidade econômica. Em Veblen este mecanismo assume a forma de uma regra comportamental e em Minsky ele é pormenorizado, sendo explicado como função da dinâmica dos juros de curto prazo e de longo pra-

zo, do aparecimento de novos instrumentos financeiros e da redução das margens de segurança<sup>20</sup> embutidas nos contratos.

Em suma, o relato *vebleniano* do “processo das crises e das épocas de prosperidade”, apesar de partir de premissas filosóficas e de um instrumental analítico diferente daquele utilizado pelos pós-keynesianos, gera um retrato da realidade econômica dos ciclos que é surpreendentemente semelhante à visão de Minsky, a partir de sua hipótese de instabilidade financeira.

## 5. Considerações Finais

A análise comparativa a que se dispõe esse artigo buscou elencar os principais elementos de convergência e divergência entre as análises de Veblen e Minsky, direcionando seu foco para alguns elementos teóricos e, mais especificamente, para a teoria das crises econômicas formuladas por cada autor.

Em nossa comparação, partimos de uma tentativa de diferenciação entre a ideia de pecuniário em Veblen e de monetário em Minsky, mostrando-se que, apesar de haver uma divergência fundamental nos pressupostos filosóficos de ambas as escolas econômicas, há similaridades relevantes, se considerados um devido nível de aproximação. Em outras palavras, concluímos que, para os objetivos da análise em curso e para a compreensão do fenômeno das crises, a visão final de economia que surge de ambos os edifícios teóricos é suficientemente similar; o resultado final é apropriadamente resumido pela ideia do “*paradigma de Wall Street*”, onde as “*funções de produção*” ou a “*esfera material de produção*” são descoladas<sup>21</sup> da dinâmica cotidiana da economia, sendo a evolução dos preços e do crédito fundamentais para a compreensão do sistema econômico.

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

Destacamos também que a visão central de ambos os autores sobre o processo econômico, e, especificamente, a caracterização das unidades econômicas através de seus fluxos monetários de receita (entrada) e obrigações/capitalização (saída) é bastante similar. Neste ponto, inclusive, há certa complementaridade entre as duas visões: enquanto Veblen focaliza uma crise cujo estopim reside, principalmente, nas frustrações acerca da receita esperada ou do ativo dos agentes, Minsky elabora um relato pormenorizado dos determinantes financeiros da crise pelo lado dos fluxos de obrigações financeiras. Além disso, os dois autores dão grande peso ao ambiente expectacional como fator de-

terminante tanto da etapa de prosperidade econômica do ciclo, quanto da crise de deflação dos ativos.

Sistematizando os pontos a que nos referimos nos parágrafos anteriores (e com mais detalhe na Seção 4), a tabela abaixo busca tornar mais didática a análise comparativa desenvolvida:

**Tabela 1: Síntese das Semelhanças e Divergências entre as obras de Veblen e Minsky**

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

Fonte: Elaboração Própria.

Concluimos que, apesar de tênue em alguns pontos, existe uma ligação suficientemente forte entre as abordagens de Veblen e Minsky para que a questão não passe despercebida. A despeito de partirem de fundamentos distintos, existe uma relação de compatibilidade e até mesmo complementaridade entre as posições sustentadas por ambos os autores. Ambas as abordagens descrevem as crises como fenômenos endógenos à dinâmica capitalista, que surgem como um resultado da dinâmica dos negócios, sendo fenômenos umbilicalmente ligados à dinâmica monetária e/ou pecuniária.

Nesse sentido, as duas interpretações se colocam como alternativas à abordagem ortodoxa: as crises só se fazem efetivamente compreensíveis a partir de uma abordagem teórica heterodoxa, que rompa com as hipóteses clássicas e entenda a economia moderna como fundamentalmente determinada pela dinâmica mencionada.

Por fim, destacamos que a construção de um elo efetivo entre as duas abordagens se mostra tarefa demasiadamente grande para o escopo de um artigo, porém, os elementos e pontos de fricção aqui identificados podem ser considerados um ponto de partida para uma pesquisa mais detalhada sobre a construção de uma abordagem sintética entre a posição de ambos autores.



## 6. Referências Bibliográficas

- CRUZ, M. (2007) "The Essence of Veblen's Social and Economic Theory, His Archimedean Lever", *mimeo*.
- DILLARD, D. (1987) "Money as an Institution of Capitalism". **Journal of Economic Issues**, 21(4).
- DUGGER, W. M. (1984) "Veblen and Kropotkin on Human Evolution". **Journal of Economic Issues**, 18(4).
- HENRY, J. F. (2012) "**Veblen, Minsky And Evolutionary Economics**", *mimeo*.
- KREGEL, J. (2008) "Minsky's Cushions of Safety, Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market". **Levy Public Policy Brief**, 93.
- MINSKY, H. P. (1960) "Financial Crisis, Financial Systems, and the Performance of the Economy". Hyman P. Minsky Archive, 272.
- \_\_\_\_\_. (1977) "The Financial Instability Hypothesis: An interpretation of Keynes and an Alternative to "Standard" Theory". Challenge.
- \_\_\_\_\_. (1984) **Can "it" Happen Again?: Essays on Instability and Finance**. M. E. Sharpe.
- \_\_\_\_\_. (1992) "The Financial Instability Hypothesis", *mimeo*.
- \_\_\_\_\_. (1996) "Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies". **Journal of Economic Issues**, 30(2).
- \_\_\_\_\_. (2008a) **John Maynard Keynes**. Mc Graw Hill.
- \_\_\_\_\_. (2008b) **Stabilizing an Unstable Economy**. McGraw-Hill.
- PAPADIMITRIOU, D. B.; WRAY, L. R. (1999) "Minsky's Analysis of Financial Capitalism". Levy Institute Working Papers, 275.
- VEBLEN, T. B. (1898) "The Instinct of Workmanship and the Irksomeness of Labor". **American Journal of Sociology**, 4.
- \_\_\_\_\_. (1899) "The Preconceptions of Economic Science". **The Quarterly Journal of Economics**, 13(2).
- \_\_\_\_\_. (1904) **The Theory of Business Enterprise**. C. Scribner's Sons.
- \_\_\_\_\_. (1905) "Credit and Prices". **Journal of Political Economy**, 13(3).
- \_\_\_\_\_. (1908a) "On the nature of capital". **The Quarterly Journal of Economics**, 22(4).
- \_\_\_\_\_. (1908b) "On the Nature of Capital: Investment, Intangible Assets, and the Pecuniary Magnate". **The Quarterly Journal of Economics**, 23(1).
- \_\_\_\_\_. (1908c) "Professor Clark's Economics". **The Quarterly Journal of Economics**, 22(2).
- \_\_\_\_\_. (1994) **The Theory of the Leisure Class**. Penguin Books.
- WRAY, L. R. (2011) "Minsky Crisis". Levy Institute Working Papers, 659.

---

<sup>1</sup> Um resumo do que constituiria este núcleo está presente em Cruz (2007).

---

<sup>2</sup> Corresponderia ao conjunto de conhecimentos sobre a realidade física dos materiais e processos do mundo que nos cerca que a comunidade domina.

<sup>3</sup> Corresponde ao conjunto de bens físicos necessários, sob um determinado “estado das artes industriais”, para a produção de serventia para a comunidade.

<sup>4</sup> Tanto no sentido da sofisticação tecnológica quanto em termos de escala de produção. A ideia central é a de que a produção/acesso a tais meios abrange mais do que o trabalho de um homem, tomado isoladamente, é capaz englobar.

<sup>5</sup> Não se referindo ao uso corriqueiro e já generalizado em épocas anteriores do crédito para pagamentos adiados na compra de mercadorias e sim no uso do crédito para capitalização de empresas, em instrumentos tais como ações, securities, etc. (Veblen, 1904: 92).

<sup>6</sup> Uma propriedade imaterial tal como: Marca, Patente, Monopólio, Reputação; todo e qualquer fator que possibilite um ganho de “goodwill” frente ao mercado, ou seja, todo e qualquer direito cuja posse garanta algum grau de monopólio. Veblen (1908b) oferece uma discussão mais aprofundada sobre “ativos intangíveis”, enquanto Cruz (2007: 33-9) e Veblen (1904: 138-9) aprofundam a discussão sobre “goodwill”.

<sup>7</sup> De fato, Veblen (1904, p.138) aponta que: “The effective capitalization of any modern company, that is to say, the capitalization which is effective for current business purposes as distinct from the formal requirements of the charter, is given by the quotations of the company's securities, or by some similar but less overt market valuation in case the company's capital is not quotable on the market.”

<sup>8</sup> Crises que são consequência da dinâmica pecuniária, e não surgem a partir de “calamidades” ou “atos divinos” (VEBLEN, 1904, p.182).

<sup>9</sup> Isto se torna tão mais verdade quanto mais complexo o sistema industrial em questão (Veblen, 1904: 18).

<sup>10</sup> Esta “rigidez” seria um resultado: (1) da existência de setores industrialmente afastados dos agraciados pela mudança de preços inicial; (2) da existência de setores nos quais os preços geralmente não sobem, dentre os quais se destaca o mercado de trabalho: “The chief and most secure differential advantage in the case is that due to the relatively slow advance in the cost of labor during an era of prosperity” (Veblen, 1904: 199).

<sup>11</sup> Para maiores detalhes, consultar Veblen (1904: Cap. V).

<sup>12</sup> Ver, por exemplo, Kregel (2008) e Wray (2011).

<sup>13</sup> É também possível que variações nas taxas de juros, quando bruscas, possam levar unidades *hedge* à condição de *especulativa*.

<sup>14</sup> Como destacado em Minsky (1977: 24), em um período de prosperidade temos que: “Existing debts are easily validated and units that were heavily in debt prospered; it paid to lever. After the event, it becomes apparent that the margins of safety built into debt structures were too great. As a result, over a period in which the economy does well, views about acceptable debt structure change.”

<sup>15</sup> A concretização desta recessão, em si, dependeria de outros fatores, dentre os quais é soberana a ação governamental. Em especial, a atuação do governo via política fiscal, sobre a demanda efetiva – o que Minsky chama de “big government” –, e via política monetária, com o banco central atuando como emprestador de última instância – “big bank”. Para maiores detalhes, consultar Wray (2011: 4-6).

<sup>16</sup> Em especial a aceitação dos elementos incluídos na crítica de Veblen, e discutidos no capítulo inicial, tais como: a construção da natureza humana hedonística, a noção de propriedade privada e o aceite da “doutrina inglesa dos direitos naturais” (VEBLEN, 1908c, p.158).

<sup>17</sup> Esta comparação permanece relevante a despeito da diferença entre o caráter paradigmático da construção de Minsky/Keynes e o caráter real/histórico da construção

<sup>18</sup> “The business effect of increased prospective earnings, however, is much the same whether the event proves the expectation of increased earnings to have been well grounded or not. The expectation in either case leads the business men to bid high for equipment and supplies. Thereby the effective (market) capitalization is increased to answer to the increased prospective earnings. This recapitalization of industrial property, on the basis of heightened expectation, increases the value of this property as collateral.” (Veblen, 1904: 197).

<sup>19</sup> O enfoque do autor recai principalmente sobre análise das crises resultantes de alterações no mercado de bens – fluxos de receita –, porém, também é discutida a incidência de crises como resultado da dinâmica do mercado financeiro – fluxos de obrigações. Para mais detalhes consultar (Veblen, 1904: Cap. VII).

<sup>20</sup> Este fator também é ponderado por Veblen, em especial pode-se destacar: “But during the free swing of that buoyant enterprise that characterizes an era of prosperity contracts are entered into with a somewhat easy scrutiny of the property values available to secure a contract. So that as regards this point not only is the capitalization of the industrial property inflated on the basis of expectation, but in the making of contracts the margin of security is less closely looked after than it is in the making of loans on collateral.” (Veblen, 1904: 198).

<sup>21</sup> Os expedientes que levam a tal descolamento são substancialmente diferentes em ambos os autores, mas o resultado final é suficientemente similar para levar-se adiante o argumento em curso.