



UNIVERSIDADE FEDERAL DE ALAGOAS
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
COORDENAÇÃO DO CURSO DE MESTRADO EM ECONOMIA APLICADA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA – MESTRADO EM ECONOMIA
APLICADA

JOELMA MARIA BATISTA DE ARAUJO

INOVAÇÃO E CICLOS ECONÔMICOS EM SCHUMPETER E MINSKY

MACEIÓ

2012

JOELMA MARIA BATISTA DE ARAUJO

INOVAÇÃO E CICLOS ECONÔMICOS EM SCHUMPETER E MINSKY

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal de Alagoas, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia Aplicada.

Orientador: Prof. Dr. Reynaldo Rubem Ferreira Junior.

MACEIÓ

2012

Catálogo na fonte
Universidade Federal de Alagoas
Biblioteca Central
Divisão de Tratamento Técnico
Bibliotecária Responsável: Fabiana Camargo dos Santos

A663i Araujo, Joelma Maria Batista de.
Inovação e ciclos econômicos em Schumpeter e Minsky / Joelma Maria Batista de Araujo. -- 2012.
146 f.

Orientador: Reynaldo Rubem Ferreira Junior.
Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal de Alagoas.
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Maceió, 2012.

Bibliografia: f. 143-146.

1. Ciclos econômicos. 2. Inovações financeiras. 3. Schumpeter – Teoria de.
4. Minsky – Teoria de. I. Título.

CDU: 330.113

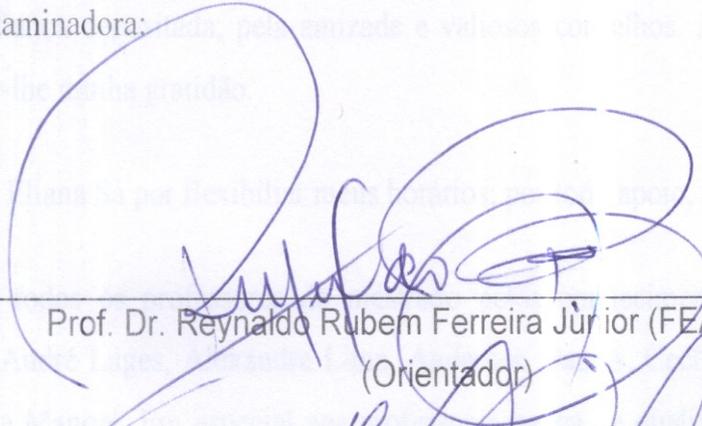
Universidade Federal de Alagoas
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Programa de Pós-Graduação em Economia

“Inovação e Ciclos Econômicos em Schumpeter e Minsky”

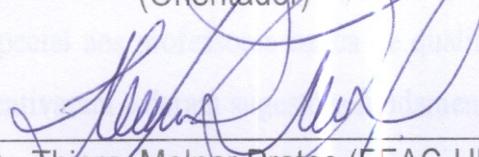
JOELMA MARIA BATISTA DE ARAÚJO

Dissertação submetida ao corpo docente do Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal de Alagoas e aprovada em 07 de novembro de 2012.

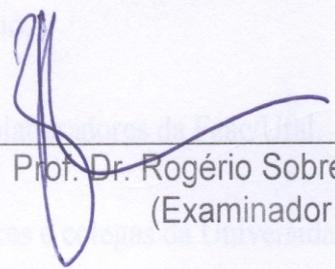
Banca Examinadora:



Prof. Dr. Reynaldo Rubem Ferreira Júnior (FEAC-UFAL)
(Orientador)



Prof. Dr. Thierry Molnar Prates (FEAC-UFAL)
(Examinador Interno)



Prof. Dr. Rogério Sobreira Bezerra (FGV)
(Examinador Externo)

AGRADECIMENTOS

À Alma Universal, pela oportunidade da existência e por me proporcionar constante evolução.

À minha família.

Meus pais, Quintéria e João, por tudo que me proporcionaram, confiança depositada e exemplo de vida.

Minhas irmãs, Josi e Juli, por todo o apoio.

Ao Prof. Reynaldo Rubem por todos os ensinamentos; pela tranquilidade transmitida; pela confiança depositada; pela amizade e valiosos conselhos. As palavras são poucas para expressar-lhe minha gratidão.

A Eliana Sá por flexibilizar meus horários; por todo apoio, compreensão e amizade.

A todos os professores do mestrado pelos conhecimentos transmitidos: Francisco Rosário, André Lages, Alexandre Lima, Anderson Dantas, Cecília Lustosa, Cícero Péricles, Alexandre Manoel. Em especial aos professores banca de qualificação, Francisco Rosário e Thierry Prates, que me incentivaram e deram sugestões fundamentais para trilhar esse desafio.

Aos professores Rogério Sobreira e Thierry Prates, por aceitarem contribuir para a melhora deste trabalho.

A todos os colaboradores da Feac/Ufal.

Aos professores e colegas da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

Aos companheiros do mestrado e amigos queridos. Em especial aos mais próximos, pelos momentos de discussão e também de distração, sem os quais teria sido muito mais difícil de chegar até aqui.

*Apenas quando somos instruídos pela
realidade é que podemos mudá-la.*

Bertolt Brecht

RESUMO

A atual crise econômica mundial tem posto em cheque a capacidade elucidativa de muitas abordagens da teoria econômica, em especial as que possuem base nos pressupostos neoclássicos, marcados, grosso modo, pela tendência ao equilíbrio (auto-ajuste), bem como o tratamento superficial das funções da moeda no sistema capitalista. No mesmo sentido, a obra de alguns autores de linha heterodoxa tem ganhado maior espaço nas discussões justamente por dispensarem atenção especial ao papel da moeda no funcionamento da dinâmica econômica capitalista, além de também observarem o sistema sobre o prisma da instabilidade inerente. No tocante à crise, o mainstream tem apontado para possíveis equívocos de políticas governamentais americanas, por sua vez, as análises heterodoxas têm indicado, grosso modo, a insuficiência de regulamentação dos mercados financeiros. Para além dessas interpretações, contudo, um dos elementos mais marcantes desse processo – desde a formação da bolha do subprime à crise – foram as inovações financeiras, que propiciaram o surgimento de um período de prosperidade econômica mundial. Desse modo amplia-se a percepção da inovação como um elemento importante na formação dos ciclos econômicos, motivando a discussão e investigação sobre ambos os temas. Com o intuito de explorar melhor a relação entre as teorias que tratam a inovação como principal propulsor dos ciclos econômicos, propomos uma análise de aproximação entre as visões de ciclos econômicos de Schumpeter e de Minsky. As diferenças entre os modelos heurísticos empregados em suas respectivas análises são consideráveis; mas, é justamente nesse ponto que reside o desafio e o objetivo dessa dissertação: tentar estabelecer uma complementariedade entre as visões de ciclo dos dois economistas, a despeito das diferenças de seus modelos. Assim, sustenta-se a hipótese de que a inovação é central na explicação dos ciclos econômicos nas abordagens teóricas de Schumpeter e Minsky, o que torna suas visões da dinâmica de uma economia de mercado complementares. Coloca-se, portanto, a seguinte questão: É possível explicitar a centralidade que tem as inovações na explicação dos ciclos econômicos a partir da complementariedade das visões de ciclo de Schumpeter e Minsky? Na confecção dessa dissertação aplicou-se a metodologia de apreciação bibliográfica. Foram expostas as diferenças que existem entre as teorias de ciclo econômico de Minsky e Schumpeter, mas também foram identificados traços que aproximam as visões dos dois. Sobretudo, a despeito das divergências entre as heranças teóricas e os modelos heurísticos, observou-se que as visões de ciclo dos dois economistas apresentam aproximações consideráveis entre si. Observou-se que, na realidade, as visões dos ciclos de Schumpeter e Minsky se complementam. Segundo a suposição de Vercelli há uma relação de complementariedade entre *os próprios ciclos* dos dois economistas. Entretanto, a questão principal dessa dissertação diz respeito à complementariedade *das visões de ciclo* de Schumpeter e Minsky. Contudo, não se abandonou inteiramente a suposição de Vercelli uma vez que, com base no que foi discutido, pode-se afirmar que as inovações financeiras surgem, possivelmente, diante de condições de mercado semelhantes em que tendem a surgir as inovações tecnológicas (relativa estabilidade, por exemplo). Embora não necessariamente os ciclos tenham que ocorrer de forma simultânea e dependente. Em suma, pode-se dizer que uma conciliação entre a *visão* de ciclo tecnológico de Schumpeter e a *visão* de ciclo financeiro de Minsky é capaz de tornar mais explícita a dinâmica cíclica do sistema capitalista, bem como o protagonismo da inovação nesse processo. Conclui-se assim que a inovação é central na explicação dos ciclos econômicos nas abordagens teóricas de Schumpeter e Minsky, o que torna suas *visões* da dinâmica de uma economia de mercado complementares.

Palavras-chave: Ciclos econômicos. Inovação. Schumpeter. Minsky.

ABSTRACT

The current global economic crisis has put into question the elucidating ability of many economic approaches, in particular those based on neoclassical assumptions, marked roughly by the tendency to equilibrium (self-tuning) as well as the treatment of superficial functions of money in the capitalist system. Similarly, the work of some authors from the heterodox line has gained more space in discussions precisely because give special attention to the role of money in the functioning of the capitalist economic dynamics, and also observe the system on the prism of inherent instability. Regarding the crisis, the mainstream has pointed to possible failures of economic policies of the U.S. government, in turn, heterodox analyzes have indicated, generally, the lack of regulation of financial markets. Beyond these interpretations, however, one of the most striking elements of this process - from the formation of the bubble subprime crisis - were financial innovations that led to the emergence of a period of global economic prosperity. Thus it broadens the perception of innovation as an important element in the formation of economic cycles, encouraging discussion and research on both topics. In order to further explore the relationship between theories that treat innovation as a key driver of the business cycle, we propose an analysis of rapprochement between the views of business cycles from Schumpeter and Minsky. The differences between the heuristic models used in their analysis are considerable, but it is precisely here that lies the challenge and the goal of this dissertation: trying to establish a complementarity between the views of cycle from the two economists, despite the differences in their models. Thus, the hypothesis holds that innovation is central in explaining business cycles in the theoretical approaches of Schumpeter and Minsky, which makes their visions of the dynamics of a market economy complementary. There is, therefore, the question: Is it possible to explain the centrality that has innovations in explaining business cycles from the complementarity of the views of Schumpeter and Minsky cycle? In making this dissertation it was applied the methodology of assessment literature. We exposed the differences between the theories of the business cycle of Minsky and Schumpeter, but also identified traits in common in the views of the two. Above all, despite the differences between the theoretical legacies and heuristic models, it was observed that the visions of cycle from the two economists have considerable approaches together. It was observed that, in fact, the views of Schumpeter and Minsky cycles are complementary. According to Vercelli assumption there is a relation of complementarity among the *cycles* of the two economists. However, the main question of this dissertation concerns the complementarity of cycle visions from Schumpeter and Minsky. However, it is not entirely abandoned the Vercelli assumption since, based on what has been discussed, it can be stated that financial innovations possibly arising on market conditions similar to that tend to arise technological innovations (relative stability, for example). Although, not necessarily, the two cycles has to occur simultaneously and dependent. In short, we can say that a reconciliation between the vision of technological cycle of Schumpeter and vision of Minsky's financial cycle is able to make more explicit the cyclical dynamics of the capitalist system and the role of innovation in this process. Thus we conclude that innovation is central in explaining business cycles in the theoretical approaches of Schumpeter and Minsky, which makes their visions of the dynamics of a market economy complementary.

Key-words: business cycles. Innovation. Schumpeter. Minsky.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	09
2	CICLOS ECONÔMICOS	12
2.1	Tradição dos ciclos Econômicos e sua crítica	12
2.1.1	A Tradição mainstream dos ciclos econômicos.....	12
2.1.1.1	Decomposições ciclo-tendência.....	15
2.1.2	Pressupostos teóricos dos ciclos econômicos do <i>mainstream</i>	17
2.1.2.1	O Equilíbrio Geral.....	17
2.1.2.2	Neutralidade da Moeda.....	19
2.1.2.3	Expectativas racionais: o agente representativo.....	20
2.2	Críticas à Tradição: Os Ciclos Econômicos na Heterodoxia	22
2.2.1	Schumpeter.....	23
2.2.2	Keynes.....	24
2.2.3	Harrod e os pós-keynesianos.....	25
2.2.4	Pressupostos teóricos dos ciclos econômicos da heterodoxia.....	26
2.2.4.1	A instabilidade endógena e os ciclos econômicos.....	27
2.2.4.2	A não neutralidade da moeda.....	27
2.2.4.3	As incertezas.....	28
3	CICLOS ECONÔMICOS EM SCHUMPETER	31
3.1	Pressupostos básicos da teoria de Schumpeter	32
3.1.1	Fluxo circular.....	33
3.1.1.1	Fatores de produção e rigidez das funções de produção.....	33
3.1.1.2	Lucros.....	35
3.1.1.3	Juros e poupança.....	38
3.1.1.4	Dinheiro e crédito.....	40
3.2	Inovação e desenvolvimento	42
3.2.1	Inovação: impulso do desenvolvimento.....	43
3.2.1.1	Inovação e desenvolvimento nos mercados de livre concorrência.....	43
3.2.1.2	Inovação e desenvolvimento nos mercados de concorrência imperfeita.....	46
3.2.2	Inovação e lucros.....	50
3.2.3	Inovação e crédito.....	55
3.2.4	Inovação, capital e dinheiro.....	60
3.2.5	Inovação e juros.....	64
3.3	Ciclos em Schumpeter	66
3.3.1	Descrição dos ciclos econômicos em Schumpeter.....	68
3.3.2	Efeitos secundários.....	72
3.3.3	Ciclos Simultâneos.....	75
4	CICLOS ECONÔMICOS EM MINSKY	79
4.1	Crítica de Minsky à síntese neoclássica	80
4.2	Leitura de Keynes por Minsky	83

4.2.1	A crítica de Minsky à Keynes.....	86
4.3	A construção do modelo de Minsky.....	89
4.3.1	Instabilidade endógena	90
4.3.2	A incerteza.....	93
4.3.3	Decisões de portfólio sob incerteza.....	95
4.3.4	A moeda, o valor dos ativos e o financiamento das posições.....	97
4.3.5	Especulação e investimento: preço de demanda e preço de oferta.....	104
4.3.6	Instituições financeiras e instabilidade.....	110
4.3.7	O comportamento dos bancos.....	114
4.3.8	Bancos, inovações e instabilidade.....	116
4.4	Ciclos em Minsky.....	121
4.4.1	Da estabilidade ao <i>boom</i>	122
4.4.2	Reversão e crise.....	125
5	AS RELAÇÕES ENTRE O CICLO SCHUMPETERIANO E O CICLO MINSKYANO.....	128
5.1	Fundamentos teóricos.....	128
5.1.1	Não neutralidade da moeda: Schumpeter e Minsky.....	130
5.1.2	Instabilidade estrutural endógena: Schumpeter e Minsky.....	131
5.1.3	Instabilidade estrutural em Schumpeter e Minsky: aspectos fisiológicos e patológicos.....	134
5.2	Inovação e ciclos: aproximações entre as visões Schumpeter e Minsky.....	136
6	CONCLUSÃO.....	140
	REFERÊNCIAS.....	143

1 INTRODUÇÃO

A atual crise econômica mundial tem posto em cheque a capacidade elucidativa de muitas abordagens da teoria econômica, em especial as que possuem base nos pressupostos neoclássicos, marcados, grosso modo, pela tendência ao equilíbrio (auto-ajuste), bem como o tratamento superficial das funções da moeda no sistema capitalista. No mesmo sentido, a obra de alguns autores de linha heterodoxa – como, por exemplo, Minsky – tem ganhado maior espaço nas discussões justamente por dispensarem atenção especial ao papel da moeda no funcionamento da dinâmica econômica capitalista, além de também observarem o sistema sobre o prisma da instabilidade inerente.

No tocante à crise econômica internacional ainda em curso,¹ o *mainstream* tem apontado para possíveis equívocos de políticas governamentais americanas, que facilitavam a aquisição de imóveis para indivíduos que não tinham condições de arcar com suas dívidas, estimulando os bancos a cederem empréstimos com maiores riscos (SACHSIDA, 2011). Por sua vez, as análises heterodoxas têm indicado, grosso modo, a insuficiência de regulamentação dos mercados financeiros, o que permitiu a super-alavancagem do sistema financeiro americano, proporcionando o surgimento de um *boom* econômico mundial, no bojo de uma bolha especulativa cujo estouro culminou em uma crise econômica internacional (CARVALHO, 2008; FAHRI; CINTRA, 2009).

Para além dessas interpretações, contudo, um dos elementos mais marcantes desse processo – desde a formação da bolha do *subprime* à crise – foram as *inovações* financeiras, que propiciaram o surgimento de um período de prosperidade econômica mundial, alimentada principalmente pelo crédito gerado a partir da concessão de hipotecas – ao qual se seguiu uma crise em processo, cujas proporções são, portanto, desconhecidas.

Desse modo amplia-se a percepção da *inovação* como um elemento importante na formação dos ciclos econômicos, motivando a discussão e investigação sobre ambos os temas, que ganham maior representatividade em algumas linhas heterodoxas, mas que geralmente são superficialmente explorados na agenda neoclássica, devido aos pressupostos adotados pela mesma (CARVALHO, 2008; POSSAS, 1987).

Com o intuito de explorar melhor a relação entre as teorias que tratam a inovação como principal propulsor dos ciclos econômicos, propomos uma análise de aproximação entre

¹ Iniciada em 2007/08, com o estouro da bolha especulativa do mercado hipotecário *subprime* americano. Para maior detalhamento, ver Dossiê da Crise (2008) e Dossiê da Crise II (2010).

as visões de ciclos econômicos de Schumpeter e a desenvolvida por Minsky a partir de sua hipótese da fragilidade financeira.

Mesmo Minsky sendo ex-orientando de Schumpeter, as diferenças entre os modelos heurísticos² empregados em suas respectivas análises são consideráveis; mas, é justamente nesse ponto que reside o desafio e o objetivo dessa dissertação: tentar estabelecer uma complementariedade entre as visões de ciclo dos dois economistas, a despeito das diferenças de seus modelos. Assim, sustenta-se a hipótese de que a inovação é central na explicação dos ciclos econômicos nas abordagens teóricas de Schumpeter e Minsky, o que torna suas visões da dinâmica de uma economia de mercado complementares.

Coloca-se, portanto, a seguinte questão: É possível explicitar a centralidade que tem as inovações na explicação dos ciclos econômicos a partir da complementariedade das visões de ciclo de Schumpeter e Minsky?

Pretende-se analisar a relação entre as duas teorias no que diz respeito ao papel atribuído à inovação para a ocorrência dos ciclos econômicos. Não há o intuito de exaurir as possíveis relações entre os autores, levando-se em conta que isso exige uma análise bem mais profunda das teorias dos dois economistas, o que representa um grande (e talvez impossível) desafio a ser conquistado em apenas um trabalho de dissertação.

Na confecção dessa dissertação aplicar-se-á a metodologia de apreciação bibliográfica, em que a teoria dos dois autores será estudada a partir das fontes originais, bem como por meio de trabalhos de autores academicamente reconhecidos que oferecem interpretações sobre as abordagens. Não será empregado um estudo de caso como subsídio para a análise da interação entre as teorias de Schumpeter e Minsky, pois, receia-se que, recorrendo a essa metodologia, o campo de apreciação seja reduzido, por outro lado, assume-se assim o risco de trabalhar com um nível de abstração superior ao requerido nos estudos de casos isolados.

² Vercelli define modelo heurístico de uma teoria como um “general framework, which gives unity and overall meaning to the set of specific models characterizing a certain theory” (VERCELLI, 1991, p. 05). Este seria, portanto, “a general model [...] developed to coordinate the set of models elaborated to cope with specific problems and to suggest instructions for their proper use and for the construction of new ones.” (idem, p. 05). Todavia, segundo Vercelli, Schumpeter apresenta uma versão diferente: “it [modelo heurístico] occupies an intermediate position between the two classic levels of Schumpeter’s historiography: the vision and the analytical model. [...] The heuristic model provides the necessary bridge between the two poles, which gives a general meaning to the specific analytical models and clarifies how each of them is affected by vision. The conceptual cleavage between vision and analytical models is reflected by a disciplinary cleavage between the ‘history of economic thought’ and the ‘history of the economic analyses’. This dual gap should be bridged. The heuristic model is meant to play precisely this role.” (idem, p. 06, grifo do autor).

A dissertação está estruturada da seguinte forma, além dessa introdução, no capítulo dois serão apresentadas a tradição da teoria dos ciclos econômicos e suas respectivas críticas. O terceiro capítulo apresenta a Teoria dos Ciclos Econômicos de Schumpeter, com base em sua obra de 1939 (*Business cycles*) e em seu livro Teoria do Desenvolvimento Econômico (1997). O quarto capítulo trata da visão dos ciclos econômicos de Minsky, a partir de sua hipótese de fragilidade financeira, desenvolvida principalmente em *Stabilizing an Unstable Economy* (1998)³. As interações observadas entre as teorias dos ciclos dos dois economistas serão discutidas no quinto capítulo. O sexto e último capítulo tratará das considerações finais.

³ É importante ressaltar que toda a obra de Minsky é permeada pela Hipótese da Fragilidade Financeira, todavia, a obra citada é um clássico de sua teoria por tratar diretamente daquela hipótese.

2 CICLOS ECONÔMICOS

Ciclo econômico é um termo fundamental nessa dissertação, por esta razão, antes de se partir propriamente para a discussão aqui proposta, é necessário apresentar as principais abordagens que tratam dos ciclos.

Inicialmente será descrita a visão do *mainstream* sobre os ciclos econômicos e, posteriormente, as críticas da heterodoxia. Considerou-se relevante tratar do contraponto feito pela margem a fim de melhor explicitar as críticas posteriormente apresentadas.

2.1 A Tradição dos Ciclos Econômicos e sua crítica

Discorrer-se-á aqui sobre as principais considerações a respeito do estudo dos ciclos econômicos da economia capitalista na visão do *mainstream*. Serão abordados seus principais postulados e sua crítica, sem a pretensão de um maior detalhamento, já que discutir a visão do *mainstream* sobre os ciclos não é o objetivo desta dissertação.

Inicialmente serão tratados a visão e os fundamentos do *mainstream* sobre o tema. Posteriormente, serão abordadas as críticas àquela visão, bem como, apresentadas as interpretações heterodoxas para dos ciclos e seus fundamentos.

2.1.1 A Tradição *mainstream* dos ciclos econômicos

A maioria dos estudos sobre a teoria dos ciclos estava associada aos institutos governamentais ou centros de pesquisa voltados, principalmente, a oferecer informações ao governo, como o National Bureau of Economic Research, dos Estados Unidos. Segundo Possas (1987, p. 19) “as conceituações mais tradicionais da dinâmica econômica, [...] surgiram na ‘onda’ das teorias de crescimento e ciclos propostas a partir da década de 1930.”

Os pesquisadores dos ciclos, por sua vez, podem ser basicamente classificados em dois grupos: os estatísticos econômicos, que descrevem os fatos observados, e os teóricos dos ciclos econômicos, cujas pesquisas objetivam encontrar a causa das flutuações econômicas descritas pelos estatísticos (CARVALHO, 1988).

Em função da preocupação com a mensuração e a datação dos dados, a regularidade na duração das fases era considerada essencial na teorização dos ciclos econômicos – e ainda o é para o *mainstream*. A regularidade dos ciclos pode ser classificada entre regularidade no sentido fraco ou forte (CARVALHO, 1988): regularidade no sentido fraco lida com a alternância, isto é, após um período de prosperidade segue-se outro de depressão e assim sucessivamente, mas são dispensados critérios com relação à duração temporal dos períodos.

No sentido forte, a caracterização da duração dos ciclos é fundamental, de modo que a alternância sem a padronização temporária (sentido fraco) não distinguiria um ciclo.⁴

Destarte,

para a teoria dos ciclos econômicos o ano de 1936 foi o Apocalipse: a revelação e o fim. Foi o fim por que nos 30 anos seguintes não tivemos ciclos do tipo que era discernível por todo século XIX e o primeiro terço do século XX, chegando ao pavoroso clímax de 1930/33 (CARVALHO, 1988, p. 275 apud SHACKLE 1967, p. 266).

Em outras palavras, o arcabouço teórico desenvolvido até então não era capaz de adequar-se às necessidades de compreensão apresentadas pela “nova” realidade. Esse cenário pode ser ilustrado a partir da resposta de Geoffrey H. Moore (bem como pelo título da própria conferência) na conferência internacional “Is the Business Cycle Obsolete?”, em Londres, abril de 1967: *“The question posed by this conference may be obsolete, the problem of booms and recessions is not.”* (MINTZ, 1969, p. 01, grifo nosso).

Nesse contexto as discussões sobre os ciclos econômicos ampliaram-se e renovaram-se, originando um arcabouço diverso, pouco articulado e sem a relativa convergência observada nos outros ramos da teoria econômica (CARVALHO, 1988).

Apesar da ampla discussão sobre o conceito de ciclos econômicos, a definição de Burns e Mitchell é bastante difundida na literatura:

Business cycles are a type of fluctuation found in the aggregate economic activity of nations that organize their work mainly in business enterprises: a cycle consists of expansions occurring at about the same time in many economic activities, followed by similarly general recessions, contractions, and revivals which merge into the expansion phase of the next cycle; this sequence of changes is recurrent but not periodic; in duration business cycles vary from more than one year to ten or twelve years; they are not divisible into shorter cycles of similar character with amplitudes approximating their own. (BURNS; MITCHELL, 1946, p. 03).

A metodologia dos dois autores tem duas características principais (DIEBOLD; RUDEBUSCH, 1996): a primeira é a análise de centenas de séries temporais provenientes do comportamento de inúmeras variáveis econômicas, para, a partir de então, extrair o *comovement* entre as variáveis, na tentativa de estabelecer padrões inerentes aos diversos ciclos observados.

Nota-se ainda que não há nenhum critério que assinala a duração dos picos ou depressões, o que poderia delimitar as fases do ciclo. Não obstante, a duração dos ciclos é determinada em intervalos de mais de um ano, até dez ou doze anos, sendo que essa é a

⁴ Segundo Carvalho (1988) os principais representantes das duas vertentes são Hawtrey e Juglar, respectivamente.

segunda característica metodológica: mensuração temporal dos ciclos, com a proposta de tentar estabelecer um padrão de duração dos ciclos econômicos. Entretanto, como apontado anteriormente, os estudos desenvolvidos até então com o propósito de estimar a possível regularidade na duração dos ciclos revelaram-se inconsistentes diante dos fatos. Excetuando-se esse aspecto, a definição de Burns e Mitchell é geralmente tomada como ponto de partida referencial, especialmente para os pesquisadores engajados em desenvolverem novas técnicas para mensurar e acompanhar os ciclos econômicos.

Do ponto de vista operacional, os ciclos econômicos podem ser classificados da seguinte maneira: *classical-cycle* e *growth-cycle* (ou *deviation-cycle*). O *classical-cycle* faz referência aos movimentos de descida e/ou subida absoluta no nível de atividade econômica desde o ponto de inversão do ciclo econômico (GOUVEIA, 2008). Em outras palavras, os ciclos são as oscilações que surgem a partir da modificação – contada a partir do ponto de inversão – de um dado estado da economia, que pode ser um estado de equilíbrio. Por sua vez, o *growth-cycle* (ou *deviation-cycle*) consiste, basicamente, no estudo do ajustamento dos indicadores à sua tendência crescente (MINTZ, 1969), o que nos leva a compreender que, “o ciclo, com maior ou menor ênfase na causalidade econômica, é visto como fruto de perturbações ou desajustes que geram flutuações em torno de uma posição (ou trajetória) de equilíbrio.” (POSSAS, 1987, p. 42).

Outra definição também amplamente difundida pelo *mainstream* é a de Geoffrey (1983, p. 61): “The growth cycle is a fluctuation around the long-run trend”. Sugerindo um aspecto interessante ligado a essa tipologia dos ciclos: torna-se clara a noção de que o ciclo representa, qualquer que seja sua magnitude, desvio temporário da tendência de longo prazo, que, por sua vez, é crescente e permanente.

Destarte, o ciclo econômico, sob essa perspectiva, representa um processo *transitório* de *desequilíbrio* com relação ao estado “normal”, ou natural, de equilíbrio da economia. Cada ciclo é interpretado como um fenômeno atípico e único com relação aos demais – apesar das tentativas de buscar similaridades entre os ciclos, não há o intuito, pelo menos não claramente, de integrar os ciclos entre si – eles também não são vistos como peças inerentemente endógenas à economia, representando apenas as *respostas do sistema econômico às influências exógenas a ele*. Sob essa perspectiva o ciclo econômico apenas manifesta significado a partir de sua referência: o equilíbrio (POSSAS, 1987).

De acordo com o conceito dinâmico de equilíbrio,⁵ um sistema está em equilíbrio sempre que não é caracterizado por um processo dinâmico endógeno – processo que pode persistir mesmo se o sistema for isolado do ambiente. Assim, não surpreendentemente, um sistema em equilíbrio é, por definição, *passivo*; em outras palavras: seu comportamento dinâmico depende *exclusivamente* de influências exógenas (VERCELLI, 1991).

Embasados nesse corpo teórico, uma sorte de métodos tem sido proposta, com o objetivo de estabelecer uma metodologia capaz de extrair os componentes cíclicos das séries temporais, bem como medi-los e acompanhar seu comportamento.

2.1.1.1 Decomposições ciclo-tendência

Os métodos de decomposição ciclo-tendência são, porventura, os mais utilizados no acompanhamento e medição dos ciclos econômicos. A decomposição da atividade econômica pode ser realizada de diversas formas: (i) decomposição em uma tendência determinística e desvios estocásticos; em virtude da não persistência de tendências determinísticas por longos períodos de tempo podem ser empregadas a (ii) modelização ARIMA, em que se faz uso de um processo estacionário em diferenças, em contraste com o processo estacionário em tendência; ou também pode-se recorrer à (iii) utilização do método PAT como forma de obter a tendência, sendo o ciclo a diferença face à série original (BAXTER; KING, 1999; OLIVEIRA, 2002).

Exemplos de técnicas comumente usadas para detectar e avaliar comportamentos cíclicos da atividade econômica nas séries temporárias são: (i) a aplicação de médias móveis (geralmente lineares) *two-sided*; (ii) a primeira diferenciação; (iii) a remoção de tendências temporárias lineares ou quadráticas; (iv) a aplicação de filtros, como os de Hodrick-Prescott; Baxter e King; Christiano e Fitzgerald; Fournier, entre outros (BAXTER ; KING, 1999; OLIVEIRA, 2002).⁶

A diferenciação, a utilização de métodos *two-sided* e a remoção de tendências e a metodologia dos filtros, bem como os demais métodos decompositores, são aplicados para isolar das séries temporais determinadas frequências destoantes da tendência (ou média, ou tendência estacionária), com o objetivo de identificar o componente cíclico presente nas séries. “Estas metodologias são basicamente aproximações mais ou menos grosseiras de

⁵ O típico conceito semântico de equilíbrio geral Walrasiano é: o equilíbrio é definido como um estado em que o excesso de oferta e demanda estão ausentes, essas são as únicas forças dinâmicas endógenas consideradas no sistema (VERCELLI, 1991, p. 14).

⁶ Ver Baxter e King (1999) para uma comparação detalhada sobre os métodos de decomposição ciclo-tendência.

filtros ideais, em particular a diferenciação, dado que, não sendo de tipo *two-sided*, provoca um desvio na leitura do ciclo.” (OLIVEIRA, 2002, p. 27).

Pode-se entender então que a decomposição da atividade econômica em ciclo-tendência é feita, grosso modo, na divisão da série em dois componentes: (i) uma *tendência determinística* ou *processo/tendência estacionário* e (ii) os *desvios estocásticos* em torno das tendências, de modo que o ciclo é identificado pelo *componente residual*.

Essa constatação fica ainda mais clara na definição de Lucas (1977, p. 15):

Let me begin to sharpen the discussion by reviewing the main qualitative features of economic time series which we call “the business cycle”. Technically, movements about trend in gross national product in any country can be well described by a stochastically disturbed difference equation of very low order.

A idéia dos distúrbios ao redor da tendência, como sendo o ciclo econômico, fica explícita, todavia o conceito de tendência está frequentemente associado às teorias de crescimento de *steady-state*.⁷ Grosso modo, essas teorias argumentam que a economia tende, no longo prazo, a uma taxa *natural*⁸ de crescimento e que mudanças nessa taxa estão diretamente relacionadas à mudanças tecnológicas e/ou na estrutura de preferências dos agentes, ou quaisquer outras modificações na esfera real da economia. Mudanças que ocorrem no curto prazo seriam, na verdade, decorrentes de erros de expectativas por parte dos agentes, mas esses não se estendem ao longo prazo.

Recordando o que foi colocado anteriormente, e sintetizando o que foi discutido até aqui, podemos concluir basicamente, que, de acordo com o *mainstream*, os ciclos econômicos são comportamentos aleatórios da atividade econômica em torno de sua trajetória tendencial – ou sua tendência de equilíbrio – e que podem ser avaliados e mensurados a partir de técnicas para “extrair” as flutuações da série observada, obtendo assim a tendência estacionária, que caracteriza o estado “normal”, ou natural, do *modus operandi* econômico, na medida em que o sistema econômico é visto como um sistema endogenamente estável, tendendo sempre ao equilíbrio.

⁷ Uma das obras clássicas relacionadas ao *steady-state* é o modelo de crescimento econômico de Robert M. Solow apresentado no seguinte artigo: A Contribution to the Theory of Economic Growth. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 70, No. 1. (Feb., 1956), pp. 65-94. Todavia, a ideia de *taxas naturais* pode ser estudada em Lucas, Robert E., Jr. "Econometric Testing of the Natural Rate Hypothesis." In The Econometrics of Price Determination Conference, edited by Otto Eckstein, sponsored by the Board of Governors of the Federal Reserve System and Social Science Research Council. Washington: Federal Reserve Bank, 1972.

⁸ O conceito de taxas reais foi introduzido por Wicksell ao tratar a determinação da taxa de juros de equilíbrio da economia. Esse tratamento foi introduzido, ainda que indiretamente, na teorização dos ciclos econômicos. Cf: Wicksell, K., Lectures on Political Economy, Vol. II, Londres, Routledge e Kegan Paul (1935).

A partir da ligação entre as conclusões e o método adotado para se chegar até elas, considera-se pertinente discutir a base da perspectiva teórica sobre a qual as considerações feitas até aqui estão assentadas, com a finalidade de ampliar a percepção dos elementos em voga, bem como facilitar o entendimento da posterior crítica.

2.1.2 Pressupostos teóricos dos ciclos econômicos do *mainstream*

Os pressupostos sobre os quais a teoria dos ciclos econômicos do *mainstream* está assentada são, basicamente, os mesmos empregados para analisar os outros fenômenos econômicos, ou seja, entende-se que o modelo heurístico do *mainstream* está ancorado em três pilares: (i) modelo de equilíbrio geral; (ii) neutralidade da moeda e (iii) hipótese das expectativas racionais.

2.1.2.1 O Equilíbrio Geral

Os principais elementos integrantes do modelo de equilíbrio geral foram apresentados por Léon Walras em seu livro *Abrégé des Éléments d'Économie Politique Pure* (Compêndio dos Elementos de Economia Política Pura), originalmente publicado em 1938. O economista apresenta como o mercado e suas leis são suficientemente capazes de permitir o funcionamento ótimo de uma economia de mercado e como o sistema flexível de preços é garantidor do equilíbrio do sistema econômico.

Para Walras (1996, p. 105, grifo do autor) “o equilíbrio perfeito ou geral do mercado somente ocorre se o preço de duas mercadorias quaisquer, uma na outra, é igual à relação entre os preços de uma e da outra em uma terceira qualquer”. Em outras palavras, quando os preços das mercadorias estiverem estáveis com relação aos preços das outras mercadorias transacionadas no mercado, os *preços estão em equilíbrio*.

O equilíbrio entre os preços das mercadorias pode ser facilmente obtido, segundo o autor, em um mercado concorrencial, graças “a *lei da oferta e da procura efetivas*, ou *lei do estabelecimento dos preços de equilíbrio*” (WALRAS, 1996, p. 71, grifo do autor).

Ao associar-se a

troca de duas mercadorias entre si: *Sendo dadas duas mercadorias, para que haja equilíbrio do mercado em relação a elas, ou preço estacionário de uma na outra, é necessário e suficiente que a demanda efetiva de cada uma dessas mercadorias seja igual à sua oferta efetiva* (WALRAS, 1996, p. 71, grifo do autor).

Todavia, se a igualdade entre a demanda efetiva e a oferta efetiva não são verificáveis, é suficiente para “chegar ao preço de equilíbrio, uma alta do preço da mercadoria cuja

demanda efetiva é superior à oferta efetiva e uma baixa do preço da mercadoria cuja oferta efetiva é superior à demanda efetiva.” (WALRAS, 1996, p. 71).

Deste modo, Walras mostra que é possível ver com clareza o que é o mecanismo da concorrência no mercado: é a solução prática, pela alta e pela baixa dos preços, do problema da troca, cujas soluções, teórica e matemática, de seu modelo oferecem.

A estruturação walrasiana do equilíbrio geral compreende o aprimoramento da doutrina do utilitarismo,⁹ com a construção dos pilares para a abordagem marginalista, que propõe que os agentes buscam maximizar sua satisfação (ao adquirirem os produtos que desejam no mercado concorrencial) e sua utilidade (com a aplicação do capital), de modo que a busca pela maximização das utilidades totais individuais no mercado concorrencial acarreta a maximização do bem estar social e o emprego ótimo dos insumos produtivos. Esse fenômeno é viabilizado pela vigência da *lei do estabelecimento dos preços de equilíbrio* (para usar o termo de Walras), que garante a igualdade entre as utilidades marginais dos agentes, proporcionando uma taxa estável de câmbio entre as mercadorias, o que, por sua vez, garante o *equilíbrio geral no mercado*.

Em função das limitações provenientes da ausência de um arcabouço matemático mais robusto para lidar com a natureza complexa da estrutura do sistema de equações que seu modelo propunha, tornou-se alvo de críticas e aprimoramentos, sendo que em 1954 o modelo de equilíbrio geral walrasiano e as suas propriedades foram formalizados e sistematizados de forma mais robusta por Arrow e Debreu. No artigo “Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy” (1954) os autores oferecem “proofs of the existence of an equilibrium [...] for an integrated model of production, exchange and consumption” (ARROW; DEBREU, 1954, p. 01).¹⁰

Por meio de demonstrações matemáticas e teoremas elaborados, os economistas demonstraram a existência de pontos de equilíbrio em um sistema econômico concorrencial, apesar de admitirem que “a simplification of the structure of the proofs has been made possible through use of the concept of an abstract economy, a generalization of that of a game” (ARROW; DEBREU, 1955, p. 01).

⁹ Cf. Walras (1996).

¹⁰ Von Neumann (1945 - 1946) também apresentou formulações matemáticas para provar cientificamente como funcionava o sistema econômico, demonstrando também que, por meio do funcionamento das leis de mercado, a economia atingiria, naturalmente, o seu equilíbrio geral.

A reformulação proposta por Arrow e Debreu representa muito mais do que o aprimoramento de um modelo, caracterizando, sobretudo, a *ratificação* das propriedades e pressupostos que regem os modelos de equilíbrio geral, que são tomados como ponto de partida no desenvolvimento das abordagens do *mainstream*.

2.1.2.2 Neutralidade da Moeda

O princípio da *neutralidade da moeda* é outro pilar fundamental à sustentação do modelo heurístico do *mainstream*. A moeda é considerada neutra com relação aos seus efeitos sobre a esfera real da economia no longo prazo. Para Walras (1996, p. 256), “a necessidade que se tem de moeda não passa da necessidade que se tem das mercadorias que podem ser compradas com essa moeda”. Em outras palavras, a moeda desempenha, apenas, a função de facilitadora do sistema de trocas.

Alterações da oferta de moeda no mercado não caracterizam mudanças nos níveis de produção de longo prazo da economia, bem como não modificam as decisões de consumir, de poupar e de produzir dos agentes em tal período de tempo, sendo que todo feito monetário é traduzido na elevação do nível de preços. Segundo Walras (1996, p. 244, grifo do autor) “é certo, pois, que: *Todo aumento ou diminuição na quantidade da mercadoria-moeda tem como efeito um aumento ou diminuição sensivelmente proporcional nos preços.*”

Em 1956 a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) foi reformulada por Milton Friedman, no capítulo "The Quantity Theory of Money: A restatement" de seu livro “Studies in the Quantity Theory of Money”. O economista confirma a relação clássica da TQM entre moeda e preços: “If the unit in which prices and money income are expressed is changed, the amount of money demanded should change proportionately.” (FRIEDMAN, 1956, p. 10). Mantém, assim, a separação entre a esfera real e a nominal, a conhecida *dicotomia clássica*.

A contribuição de Friedman à teoria monetária do *mainstream* econômico atribui à moeda o papel de principal ativo a afetar o comportamento das variáveis reais no curto prazo, tendo seus efeitos, todavia, neutralizados em longo prazo. Essa observação nos leva a outra: as variáveis nominais *não* possuem influencia duradoura sobre as variáveis reais, afetando-as apenas no curto prazo.

Mais adiante, o desenvolvimento das expectativas racionais proporcionou a solidificação do paradigma da neutralidade da moeda, ao afirmar que “money supply affect the nominal rate of interest only to the extent that they alter the expected rate of inflation.” (LUCAS; SARGENT, 1981, p. 167, grifo nosso). A citação torna clara a noção de que a

oferta monetária impacta apenas variáveis nominais (taxa *nominal* de juros e taxa de *inflação* esperada), sendo que a oferta de moeda não causa impacto algum sobre a taxa de juros real, logo, a moeda não possui influência sobre as variáveis reais.

Sob a hipótese da racionalidade dos agentes econômicos, as políticas econômicas sistemáticas não possuem efeito algum sobre os níveis naturais de produto, emprego e taxa de juros, nem mesmo no curto prazo, pois, os agentes são capazes de antecipar os resultados de longo prazo das medidas de política econômica do governo: aumento no nível de preços. Nas palavras de Lucas e Sargent (1981, p. 170): “a natural rate of output exists in the sense that the deviation of output from its normal level is statistically independent of the systematic parts of monetary and fiscal policies”.

A passagem deixa claro que a oferta monetária não afeta, sob condição alguma, as taxas naturais da economia. A hipótese das expectativas racionais subjuga ainda mais a influência da moeda na economia, ao assegurar a ineficiência de políticas monetárias sistemáticas, ainda no curto prazo, no cenário em que os agentes possuem expectativas racionais, conforme é discutido adiante.

2.1.2.3 Expectativas racionais: o agente representativo

O termo “agente representativo” foi originalmente desenvolvido por John Muth em seu artigo “Rational Expectations and the Theory of Price Movements”, publicado em 1961. Todavia o desenvolvimento da ideia em artigos como “Econometric Policy Evaluation: A Critique,” (1976); “Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs” (1973); “Rational Expectations and Econometric Practice” (1981), entre outros, afirmaram os economistas Thomas Sargent e, especialmente, Robert Lucas como os principais expoentes no assunto.¹¹

A concepção do agente representativo foi desenvolvida “in order to explain fairly simply how expectations are formed, we advance the hypothesis that they are essentially the same as the predictions of the relevant economic theory” (MUTH, 1961, p. 01).

A hipótese das expectativas racionais assume que todos os indivíduos são racionais, ou seja: maximizadores de sua função de utilidade; e, se isso é verdade, então farão as mesmas escolhas ante ao mesmo conjunto de informações. A noção de agente representativo subjaz a percepção de que todos os agentes compartilham as mesmas preferências, têm acesso às

¹¹ Para um maior detalhamento da visão de ciclo do economista, bem como as implicações da adoção das expectativas racionais, ver: e Lucas e Sargent (1981). Lucas R.E.Jr., *Studies in Business Cycle Theory*, Cambridge (Mass.), MIT Press, 300 p., 1981.

mesmas informações disponíveis no mercado e possuem a mesma capacidade de leitura dessas informações, obtendo, portanto, as mesmas expectativas acerca do comportamento da economia.

Não é que os agentes tenham acesso a todas as informações, na verdade, a hipótese das expectativas racionais, de acordo com Lucas e Sargent (1981, p. 307) sustenta que: “agents are assumed to make the best possible use of the limited information they have and to know the pertinent objective probability distributions”.

Os dois economistas criticam os modelos keynesianos afirmando que não provém um guia adequado para a formulação de políticas econômicas, “this conclusion is based in part on the spectacular recent failures of these models and in part on their lack of a sound theoretical or econometric basis.” (LUCAS; SARGENT, 1981, p. 316), assegurando que seus princípios são totalmente equivocados, de modo que nenhuma modificação, pequena ou grande, poderia torná-lo um modelo aplicável.

As conseqüências da aplicação do modelo keynesiano como base para a construção das políticas econômicas são os ciclos econômicos que afetam a atividade da economia no curto prazo,¹² mas, que, no longo prazo, são traduzidos apenas em maiores níveis de inflação.¹³

Todavia, os modelos de equilíbrio podem ser formulados livres dessas dificuldades e limitações, por oferecem um conjunto diferente de princípios para identificar modelos econométricos estruturais: “the key elements of these models are that agents are rational, reacting to policy changes in a way which is in their best interests privately, and that the impulses which trigger business fluctuations are mainly unanticipated shocks.” (LUCAS; SARGENT, 1981, p. 316).

A hipótese das expectativas racionais seria, então, um guia eficaz para a formulação de políticas econômicas, por entender a reação do agente economicamente racional. Proporcionando um arcabouço teórico valioso para orientar o adequado direcionamento das políticas econômicas, evitando assim que os agentes racionais sejam surpreendidos,

¹² Devido os erros de expectativas associados às políticas econômicas não anunciadas.

¹³ Sabendo-se que as taxas reais de crescimento, desemprego e juros são determinadas apenas por fatores reais e que as políticas econômicas sistemáticas não possuem efeito sobre o comportamento das variáveis reais da atividade econômica, nem mesmo em curto prazo. Para uma análise detalhada sobre a não eficiência da política econômica em determinados cenários sob a vigência da hipótese das expectativas racionais ver Sargent & Wallace (1975).

originando erros de decisão que poderiam afetar o comportamento das variáveis reais, ocasionando ciclos econômicos.

Além de oferecer subsídios ao aprimoramento dos modelos de equilíbrio, a hipótese possibilita que os agentes se posicionem diante de políticas anunciadas, neutralizando seus efeitos ainda no curto prazo, de modo que os ciclos econômicos resultariam, na maioria das vezes, de erros expectacionais por parte dos agentes diante de choques *não esperados*.

O modelo é criticado em diversas frentes, especialmente devido ao elevado grau de simplificação adotado ao extrapolar o comportamento individual para o agregado. De acordo com os argumentos apresentados por Kirman (1992, p. 18):

that well-behaved individuals need not produce a well-behaved representative agent; that the reaction of a representative agent to change need not reflect how the individuals of economy would respond to change; that the preference of a representative agent over choices may be diametrically opposed to those of society as a whole – it is clear that the representative agent should have no future.

Dito de outro modo: qualquer que seja o objetivo da análise, não existe sustentação nem justificativa formal para a agregação a partir de um representante, mesmo assumindo que os indivíduos são maximizadores, pois, não há qualquer relação direta entre o comportamento individual e o coletivo que sustente a representatividade, tornando, então, qualquer generalização um artifício falho. Todavia, o paradigma do agente representativo é visto pelo *mainstream*, sobretudo, como um importante alicerce do *modus operandi* do sistema econômico.

2.2 Críticas à Tradição: Os Ciclos Econômicos na Heterodoxia

A leitura feita até aqui revela que o ciclo – enquanto comportamento dinâmico da economia – é interpretado como uma manifestação do sistema em resposta a estímulos exógenos a ele, cuja tendência de crescimento de longo prazo se mantém. Esse raciocínio toma como pressuposto teórico que a economia é um sistema endogenamente estável e por isso sempre tende ao equilíbrio.

Essa concepção de ciclo econômico é foco de intensas críticas cuja direção principal é o argumento de que a economia capitalista é, na realidade, inerentemente instável; portanto, os ciclos econômicos seriam resultantes de processos endógenos ao sistema econômico capitalista e não consequência, exclusivamente, de causas extra-econômicas ou elementos aleatórios, como identificado pelo *mainstream* econômico.

Não obstante, há assim a necessidade de se tecer observações particulares no tocante aos pressupostos e fundamento adotados – ou desenvolvidos – pelos modelos de ciclos

econômicos heterodoxos. Assim, o objetivo dessa seção é tratar brevemente sobre algumas das principais teorias alternativas dos ciclos, bem como suas respectivas críticas à teoria dos ciclos do *mainstream*, além de apresentar os principais fundamentos sobre os quais estão baseadas tais teorias e críticas. Algumas das abordagens aqui introdutoriamente colocadas estão no centro das discussões que serão realizadas posteriormente nesta dissertação.

O principal traço comum partilhado pela maioria dos modelos heterodoxos de ciclos econômicos é o desenvolvimento de elementos ou processos impulsores idiossincráticos ao sistema econômico capitalista que conduzam, inerentemente, a economia aos processos cíclicos.¹⁴

Possas (1987) lista três principais contribuições nesse campo, atribuídas a autores igualmente importantes, porém com abordagens claramente diferenciadas. São eles: Schumpeter; Keynes e Harrod. Aos dois primeiros, que estão no cerne das discussões realizadas no âmbito da dissertação, será dada atenção especial nos próximos capítulos.

2.2.1 Schumpeter

Schumpeter admite a indissociabilidade entre o ciclo econômico e sua possível tendência de longo prazo (POSSAS, 1987). A teoria de ciclo econômico schumpeteriana tem origem em sua concepção de *desenvolvimento econômico*,¹⁵ que resulta do rompimento do estado estático, designado por ele de “fluxo circular”: “um estado no qual não há atividade econômica significativa, pois o sistema está “condicionado pelas circunstâncias dadas” (SCHUMPETER, 1997, p. 23). O empreendedor schumpeteriano, perfil que diferencia o empresário do administrador, ao realizar inovações, seja de produtos ou processos, rompe com o fluxo circular e dá origem a um *boom* que será seguido por uma crise e, mais adiante, uma depressão.

O sistema bancário e a oferta de crédito são fundamentais para o desenvolvimento econômico. Em sua opinião, a teoria aceita faz uma “análise defeituosa”, uma vez que

o sistema de crédito capitalista cresceu e prosperou a partir do financiamento de combinações novas em todos os países, mesmo que de forma diferente em cada um (a origem dos bancos alemães organizados por ações é especialmente característica). Finalmente não se pode constituir em nenhum empecilho nossa referência ao

¹⁴ Possas (1987,p.34) sustenta a hipótese de que as concepções Marxistas também poderiam ser aqui enquadradas, se não fosse pelo fato de não apresentarem uma explicação legítima do próprio ciclo econômico, dedicando-se, grosso modo, à explicação de como as crises (decorrentes do agravamento das contradições engendradas pelo próprio sistema) desestabilizam a própria ordem capitalista, de maneira que essas teorias seriam mais facilmente enquadradas na “teoria das crises” do que na “teoria dos ciclos”.

¹⁵ Essa questão será tratada com maior detalhamento mais à frente.

recebimento de crédito em “dinheiro ou substitutos do dinheiro”. (SCHUMPETER, 1997, p. 80).

Para Schumpeter, a explicação da lógica de funcionamento dos ciclos econômicos não requer uma determinação efetiva de seu tempo de duração, ao afirmar que:

Duas coisas podem ser chamadas de periodicidade. Em primeiro lugar, o simples fato de que todo *boom* é seguido por uma depressão, toda depressão por um *boom*. Mas isso minha teoria explica. Ou, em segundo lugar, pode-se chamar assim a duração efetiva do ciclo. Mas isso nenhuma teoria pode explicar numericamente porque obviamente depende dos dados concretos do caso individual. No entanto, minha teoria dá uma resposta geral: o *boom* termina e a depressão começa após a passagem do tempo que deve transcorrer antes que os produtos dos novos empreendimentos possam aparecer no mercado. E um novo *boom* se sucede à depressão, quando o processo de reabsorção das inovações estiver terminado. (SCHUMPETER, 1997, p. 202).

A teoria desenvolvida por Schumpeter sustenta que os ciclos econômicos são, na verdade, uma propriedade endógena da economia capitalista, na medida em que as flutuações cíclicas não partem de choques exógenos ou aleatórios, mas sim da própria dinâmica do sistema, indicando que existe *instabilidade sistêmica* no capitalismo (POSSAS 1987). Essa aceção é completamente contrastante com o que é oferecido pelo *mainstream* em sua abordagem dos ciclos econômicos.

2.2.2 Keynes

Em sua Teoria Geral,¹⁶ Keynes desenvolveu seu próprio modelo heurístico, sustentado por vários postulados considerados avançados para sua época, tornando assim sua teoria um terreno fértil para a inspiração de novas correntes e posterior desenvolvimento de seus *insights*. “Mais recentemente difundida por seus intérpretes que tentam resgatar suas idéias da vala comum das sucessivas sínteses neoclássicas.” (POSSAS, 1987, p. 35).¹⁷

A instabilidade nas expectativas e a influência da esfera financeira na esfera real da economia desempenham um papel crucial na dinâmica de uma economia monetária da produção, como definia uma economia de mercado. Para Keynes, “o ciclo econômico deve, de preferência, ser considerado o resultado de uma variação cíclica na eficiência marginal do capital” (KEYNES, 1996, p. 293); o que, por sua vez, resulta em variações no nível de investimento.

¹⁶ Publicada em inglês em 1936, todavia aqui nos referenciaremos à versão traduzida em português da Coleção dos Economistas: KEYNES, J. M. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. Coleção os Economistas. Editora Nova Cultural Ltda. São Paulo – SP. 1996.

¹⁷ Dois importantes desenvolvedores dos *insights* de Keynes são Minsky, que faz parte do objeto de estudo dessa dissertação, e Paul Davidson em sua obra *Money and the Real World* (2002), entre outros.

O economista assinala que a eficiência marginal do capital¹⁸ está, fundamentalmente, sujeita, não só à disponibilidade de bens de capital existentes, mas, principalmente, às expectativas que os agentes formam com relação ao retorno dos investimentos de longo prazo. É justamente nesse ponto que reside a instabilidade intrínseca da economia capitalista, uma vez que “as bases para tais expectativas são muito precárias. Fundadas em indícios variáveis e incertos, estão [portanto] sujeitas a variações repentinas e violentas.” (KEYNES, 1996, p. 294).

A despeito da sistematização oferecida por Keynes no capítulo 22 de sua Teoria Geral, há uma insuficiência com relação à determinação da intensidade e extensão temporal das instabilidades econômicas resultantes de “um repentino colapso da eficiência marginal do capital.” (KEYNES, 1996, p. 295).

Todavia, sua conexão lógica permite a identificação de

implicações de “longo prazo” da noção de instabilidade, ao associá-la à institucionalidade capitalista pertinente ao investimento, tanto no que se refere às formas de atuação do Estado e da política econômica nesse campo quanto ao desenvolvimento e estabilidade das instituições financeiras (POSSAS, 1987, p. 37).

Essa contribuição de Keynes é fundamental para a compreensão da dinâmica das economias capitalistas contemporâneas, que são altamente financeirizadas e cujas decisões – e suas implicações – estão permeadas por uma sorte de instituições.

É lançando mão, especialmente, desse subsídio que Minsky desenvolve a *hipótese da instabilidade financeira*, que será tratada posteriormente. A riqueza dos insights de Keynes também propiciou o desenvolvimento de abordagens sobre os ciclos econômicos baseados em sua Teoria Geral, como é brevemente discutido na seguinte seção.

2.2.3 Harrod e os pós-keynesianos

Uma parcela significativa das teorias heterodoxas dos ciclos econômicos é de inspiração (pós) keynesiana, mas com diferentes características dinâmicas como ressalta Zarnowitz (1992, p. 171, grifo nosso):

Thus, *Harrod* (1936) stressed the acceleration principle; *Kalecki* (1937), the lag between investment decisions and realizations; and *Kaldor* (1940), investment and saving as nonlinear functions of the levels of output and capital. *Samuelson* (1939) has shown how combining the multiplier with the accelerator results in a model which can produce cycles that are either damped or constant or explosive, depending on the numerical values of the two interacting parameters. An endogenous model by

¹⁸ Ver capítulo 12 de Keynes (1996).

Hicks (1950) specifies the values that would produce explosive fluctuations but uses nonlinear constraints to generate cycles around an upward equilibrium trend in national output.

O propósito central dessas abordagens é identificar os elementos e causas centrais das flutuações econômicas. A ênfase mais forte recai sobre o investimento induzido, o que, por sua vez, empresta ao modelo elevado nível de instabilidade.

Os autores dos ciclos keynesianos trouxeram a proposta de integração entre as flutuações econômicas e a tendência, originando uma nova e explosiva perspectiva para a teoria dos ciclos: a constatação de que uma trajetória de crescimento econômico *equilibrado* numa economia capitalista é *inevitavelmente instável*. (POSSAS 1987; HARROD, 1939). Insere-se, então, a idéia da *instabilidade* para o estudo dos ciclos econômicos, em contraste com a *estabilidade* desenvolvida pelo *mainstream*. Não só a questão da estabilidade ao longo da trajetória de crescimento foi colocada em questão; a *taxa* a qual a economia cresce também foi exposta como algo completamente dúbio e imprevisível.¹⁹

Reações contra as limitações dos modelos aceleradores endógenos podem ser encontradas em várias formas, explícitas ou implícitas, seja em trabalhos teóricos ou aplicados, especialmente no que diz respeito à monocausalidade do ciclo econômico, considerado como fruto de oscilações no nível de investimento. Como resultado desse processo, obtém-se nova ênfase na pluralidade das causas dos ciclos econômicos (ZARNOWITZ, 1992). Apesar disso é inegável a contribuição dos modelos aceleradores endógenos, especialmente o modelo de crescimento de Harrod que é geratriz de inúmeras variantes “cambridgeanas” e neoclássicas (POSSAS, 1987).

2.2.4 Pressupostos teóricos dos ciclos econômicos da heterodoxia

Assim como o *mainstream*, as teorias dos ciclos heterodoxas também partilham entre si alguns pressupostos fundamentais de seus modelos heurísticos, que os permitem ter *insights* e conclusões semelhantes entre si. Sejam os principais: (i) instabilidade endógena; (ii) não neutralidade da moeda e (iii) predominância das incertezas. As noções expostas a seguir são introdutórias, pois, serão oportunamente ampliadas ao longo dessa dissertação.

¹⁹ Harrod, por exemplo, calca o seu modelo de crescimento econômico em duas taxas de crescimento: a “garantida” e a “natural”. Grosso modo, o economista sustenta que não há nada que possa garantir que a taxa de crescimento garantida seja igual à taxa de crescimento natural.

2.2.4.1 A instabilidade endógena e os ciclos econômicos

O apanhado teórico da última seção sustenta que os ciclos econômicos são originados a partir da própria dinâmica do sistema capitalista. As referências e concepções relativas ao trânsito ao redor de possíveis estados de equilíbrio do sistema são, de modo geral, desprezadas. Com base no que foi discutido acima, especialmente na última seção, entende-se que os ciclos econômicos são motivados endogenamente, uma vez que

o comportamento normal de uma economia capitalista é *cíclico*. A rigor não se pode falar de um *ciclo*, mas do *processo cíclico*, no qual um movimento ascendente necessária e regularmente engendra seu oposto e vice-versa. A economia está sempre em algum estágio identificável do ciclo numa sucessão infinita de estados. (CARVALHO, 1989, p. 747, grifo do autor).

De tal modo, “uma teoria que pretende justificar rigorosamente um *processo* cíclico não pode admitir interrupções ou depender da renovação eventual de choques exógenos que pudessem levar a um modo ondular de adaptação.” (CARVALHO, 1988, p. 745, grifo do autor). Nesse sentido, Possas afirma que “*toda* análise do funcionamento real de uma economia capitalista deve ser necessariamente dinâmica” (POSSAS, 1987, p. 23, grifo do autor).²⁰

Sob essa perspectiva, o ciclo não é visto como um elemento estranho ao sistema, nem mesmo como uma resposta ao comportamento de elementos exógenos a ele, mas sim como *parte integrante* dele.

2.2.4.2 A não neutralidade da moeda

A dicotomia clássica passou a ser fortemente questionada a partir das obras de Keynes. Não só a TG, mas também “*Treatise on Money*” e alguns outros escritos que precederam e seguiram a TG. Sob seu olhar, a moeda recebe valor em si, mediante seu valor de liquidez, bem como passa a ser levada em conta nas decisões de investimento, dado que

a decisão de expandir ou criar uma nova fábrica é também uma decisão de “sair” de um ativo de liquidez universal – a moeda ou o capital financeiro de mercado amplo – para “entrar” num ativo específico – a exemplo de uma fábrica de automóveis – cuja liquidez (venda do automóvel) depende de condições específicas do mercado de automóveis (KEYNES, 1996, p. 13).

²⁰ Por análise dinâmica não se entende o conceito de equilíbrio dinâmico. Uma vez que o equilíbrio dinâmico não apresenta um processo dinâmico endógeno ao qual Possas se refere (Cf. 1987), conforme Vercelli (1992, p. 12, grifo do autor): “According to the dynamic concept, a system is in equilibrium whenever it is not characterized by an endogenous process [...]”.

Origina-se assim uma nova visão acerca da influência da moeda sobre a atividade econômica, na qual se introduz a noção de uma "economia monetária da produção".²¹

Por sua vez, Schumpeter desenvolveu sua teoria considerando a importância da moeda e seus substitutos próximos, bem como os bancos e outras instituições financeiras capazes de fornecer crédito,²² para o financiamento do desenvolvimento, de modo que o “método de obter dinheiro é a criação de poder de compra pelos bancos.” (SCHUMPETER, 1997, p. 82). De tal modo, o economista argumenta que “o sistema de crédito capitalista cresceu e prosperou a partir do financiamento de combinações novas em todos os países” (SCHUMPETER, 1997, p. 82). Sendo que, “é tão claro *a priori* como está estabelecido historicamente que o crédito é primariamente necessário às novas combinações” (SCHUMPETER, 1997, p. 79).

Não obstante, Minsky é ainda mais enfático ao defender a influência da moeda, os mercados monetários e outras instituições financeiras sobre os níveis de investimento da economia, sustentando que “evolutionary changes occur typically in response to some profit possibilities which exist in the money market” (MINSKY, 1957, p. 171).

Portanto, segundo essas abordagens (entre outras não citadas) a moeda não é neutra e sua não neutralidade exerce – de modo mais ou menos direto ou mais ou menos intenso – influências *não desprezíveis* sobre os níveis de investimento e a dinâmica da economia capitalista.

Reforçando ainda mais essa visão, Vercelli afirma que, “the ultimate reason for systemic market failures in a developed capitalist economy is seen precisely in the influence of money on production.” (VERCELLI, 1991, p. 201).

2.2.4.3 As incertezas

A concepção de incerteza surge como uma negação do paradigma das expectativas racionais, pondo assim em questão a capacidade de otimização das decisões do agente representativo diante das informações disponíveis no mercado (CARVALHO, 1992).

O comportamento racional dos agentes, conforme preconizado pelo *mainstream*, seria impraticável por duas razões básicas: i) os mercados não são perfeitos, possuindo, portanto,

²¹ Keynes J.M. (1930), *A Treatise on Money*; reprinted in J.M. Keynes, *Collected Writings*, vols. V and VI, Macmillan, London, 1971. Keynes J.M. (1933), “The Monetary Theory of Production”; reprinted in J.M. Keynes, *Collected Writings*, vol. XIII, Macmillan, London, 1973, 408-11.

²² “Finalmente não se pode constituir em nenhum empecilho nossa referência ao recebimento de crédito em ‘dinheiro ou substitutos do dinheiro’”. (SCHUMPETER, 1996, p. 80).

assimetrias de informação²³ e, advindo dessa condição, ii) a incerteza não tem relação com probabilidades, pois, não pode ser calculada.²⁴

Stiglitz desenvolve sua teoria sobre as assimetrias de informação revelando que as incertezas provenientes de falhas de mercado afetam fundamentalmente os níveis de investimento de uma economia capitalista. Conforme citação:

informational imperfections have a fundamental effect on the functioning of the capital market. In some circumstances, competitive markets will be characterized by credit rationing: it is the availability of capital and not its cost that determines the level of investment. (GREENWALD; STIGLITZ, et al., 1984, p. 198).

A incerteza constitui, portanto, um fator importante na determinação do nível de atividade econômica, uma vez que o componente expectacional que compõe as decisões de consumo e, especialmente, de investimento dos agentes, está sujeito às incertezas. Conforme Keynes (1996, p. 37, grifo nosso),

o montante real da produção e o nível real do emprego dependem não da capacidade de produzir ou do nível de renda preexistentes, mas das decisões correntes de produzir, que dependem por sua vez das decisões correntes de investir e das *expectativas* presentes do consumo corrente e do consumo previsto.

Não se quer dizer que instabilidades no nível de investimento da economia dependem exclusivamente das expectativas de lucratividade, mas sim que “a instabilidade do sistema capitalista tanto pode advir de *flutuações nas expectativas empresariais* quanto ao lucro futuro como do comportamento da taxa de juros” (KEYNES, 1996, p.13, grifo nosso).²⁵

Na teoria de Schumpeter, os efeitos das incertezas também não são desprezíveis, pois, os momentos de crise e depressão trazem consigo a “incerteza sobre quais serão os novos dados, o que torna *impossível o cálculo de combinações novas* e torna difícil obter a cooperação dos fatores requeridos” (SCHUMPETER, 1997, p. 227, grifo nosso). Os períodos de *boom* também apresentam o componente da incerteza, sendo essa “característica que resulta das novas criações do *boom*” (SCHUMPETER, 1997, p. 227).

O que se quer ressaltar aqui não é só a factual existência de incertezas – que são irreduzíveis e incalculáveis – mas sim a influência crucial delas no comportamento dos mercados e dos agentes econômicos e, sobretudo, nas decisões de investimento que

²³ O artigo clássico da literatura econômica sobre falhas de mercado é de Akerlof (1970). A discussão gira em torno da impossibilidade de se conhecer todas as informações pertinentes às decisões em negociações de mercado, para tanto o autor emprega o exemplo do mercado de limões (carros usados). Cf. obra original.

²⁴ “Quando utilizo ‘muito incertos’ não quero dizer a mesma coisa que ‘muito improváveis’. Cf. minha obra *Treatise on Probability* [JMK, v. VIII]. Cap. 6, ‘The Weight of Arguments’”. (KEYNES, 1996, p. 160).

²⁵ Essa ponderação é crucial na teoria de Minsky, como será visto mais adiante.

determinam os níveis de produção, emprego e renda, bem como também o nível de dinâmica da economia. Destaca-se, além disso, sua endogenia ao sistema capitalista, dado que, conforme discute Stiglitz (1992), as incertezas são provenientes das falhas de mercado que, por sua vez, caracterizam a economia capitalista, não sendo, portanto, passíveis de exclusão.

Os modelos de Schumpeter e Minsky, objetos de estudo dessa dissertação, partilham, grosso modo, dos pressupostos que foram discutidos nessa seção 2.2.4. Todavia, o modelo heurístico de cada um será tratado individualmente a partir do capítulo que segue.

3 CICLOS ECONÔMICOS EM SCHUMPETER

Joseph Alois Schumpeter (1883-1950) é um dos mais ilustres economistas austríacos, sendo um dos principais precursores da teoria do desenvolvimento capitalista, introduzindo a importância das inovações tecnológicas para a dinâmica capitalista, enfatizando a estima pela atividade empreendedora na economia capitalista. Também é tido como o idealizador dos bancos de desenvolvimento.²⁶ Sobre o economista, destaca Sandroni (1999, p. 547):

Precurso da teoria do desenvolvimento capitalista, ofereceu uma importante contribuição à economia contemporânea, particularmente no estudo dos ciclos econômicos. Schumpeter admitia a existência de ciclos longos (de vários decênios), médios (de dez anos) e curtos (de quarenta meses), atribuindo diferentes causas a cada período. As depressões econômicas resultariam da superposição desses três tipos de ciclo num ponto baixo como ocorreu na Grande Depressão de 1929-1933. O estímulo para o início de um novo ciclo econômico viria principalmente das inovações tecnológicas introduzidas por empresários empreendedores. Para Schumpeter, esse ponto é essencial. Sem empresários audaciosos e suas propostas de inovação tecnológica, a economia manter-se-ia numa posição de equilíbrio estático

Todavia, nesse capítulo serão apresentados i) os pressupostos teóricos, a metodologia de análise e a teoria de Schumpeter e, a partir de então, ii) se desenvolve as considerações sobre os ciclos econômicos o que, necessariamente, embute seu conceito de desenvolvimento econômico. Os principais livros de Schumpeter que servirão de principal subsídio para a discussão proposta são a Teoria do Desenvolvimento Econômico (doravante, TDE)²⁷ e *Business Cycles*.²⁸

O assunto dos ciclos econômicos é abordado inicialmente na TDE, todavia, só o último capítulo da obra é inteiramente destinado a discutir o tema. Entretanto, é em *Business Cycles*, publicada quase trinta anos após a TDE, que Schumpeter desenvolve de forma direta sua abordagem de ciclos. A obra também inclui modificações de algumas de suas pressuposições adotadas na TDE, mas nada que altere a fortemente suas colocações anteriores.

É na TDE que o autor desenvolve os pressupostos teóricos fundamentais do seu modelo, introduzindo a noção do “fluxo circular”, bem como suas considerações e críticas, a respeito do lucro; do empresário; do crédito e sua visão do capital e dos juros, sem as quais sua teoria dos ciclos econômicos, motivados pelas inovações, não seria inteligível.

²⁶ Vide capítulo de introdução de Schumpeter (1997).

²⁷ SCHUMPETER, J., *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung*, Munique; Dunker & Humbolt. 1912. Traduzida para o inglês: *The Theory of Economic Development*, Harvard Univ. Press, 1934, a partir da qual foi feita a tradução em português a qual usaremos por referência: Teoria do Desenvolvimento Econômico, Coleção “Os Economistas”, São Paulo, Nova Cultural Ltda, 1997.

²⁸ SCHUMPETER, J., *Business Cycles – A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, New York, McGraw-Hill Book Company. 1939.

Alguns dos principais traços fundamentais da teoria de Schumpeter serão abordados ao longo da discussão das seções que seguem, dedicadas à explicação dos pressupostos básicos de seu modelo, sua teoria da inovação e, finalmente, sua concepção dos ciclos econômicos.

3.1 Pressupostos básicos da teoria de Schumpeter

A abordagem teórica de Schumpeter permite perceber um traço peculiar: a consideração das decisões e valores individuais como ponto de partida para a análise, opondo-se, portanto, aos estudos que partem do agregado. Segundo o próprio autor: “os valores que aqui têm interesse para nós têm sentido não em referência ao ponto de vista de todo o sistema econômico, mas apenas ao do indivíduo.” (SCHUMPETER, 1997, p. 66).

Portanto, são valorizadas as inter-relações entre os agentes econômicos (e sociais), que interagem entre si por meio de trocas, não havendo independência de uma decisão com relação às outras; então a totalidade das relações econômicas constitui o sistema econômico (SCHUMPETER, 1997; 1939). Essas relações atuam sobre a esfera econômica por meio do *sistema social de valores*, que representam todas as condições de vida de um país. O *depósito do sistema social de valores é o sistema de preços*; ele não reflete um valor exato, “mas apenas o resultado de processos que atuam sob a pressão de muitas valorações individuais” (SCHUMPETER, 1997).

Sua análise está baseada no entendimento do funcionamento dos processos econômicos, que são divididos em três classes: “nos processos do fluxo circular, nos do desenvolvimento e nos que impedem o curso deste último, sem perturbações.” (SCHUMPETER, 1997, p. 206). Sendo que os processos que impedem o desenvolvimento são caracterizados como as crises e depressões, entendidas como necessárias ao processo de adaptação do sistema em busca de um novo equilíbrio,²⁹ ponto a partir do qual se originará um novo *boom* proveniente de outra inovação.

Para facilitar a exposição dos processos e pressupostos do modelo de Schumpeter, optou-se por dividir os temas em subseções, o ordenamento dos temas é inspirado na TDE. Primeiramente se tratará do fluxo circular, depois do processo de desenvolvimento e a

²⁹ Não um equilíbrio estático, mas uma “posição periódica de quase-equilíbrio” (SCHUMPETER, 1997, p. 228). Por sua vez a economia precisa de um processo de “incorporação de coisas novas e de adaptação a elas do sistema econômico, de um processo de liquidação, ou, como eu costumava dizer, de aproximação a um novo estado estático (*Statisierung*). Esse processo é a essência das depressões periódicas, que portanto podem ser definidas, do nosso ponto de vista, como o combate do sistema econômico no sentido de uma nova posição de equilíbrio, sua adaptação aos dados alterados pela perturbação trazida pelo *boom*.” (*ibid*, p. 217).

inovação e, por fim, os processos que impedem a continuidade deste último serão tratados na seção dos ciclos econômicos.

3.1.1 Fluxo circular

Schumpeter inicia a explicação de sua teoria desenvolvimentista e dos ciclos econômicos, partindo de um sistema que designa como “fluxo circular da vida econômica”. Dentro desse sistema, todos os mercados se encontram trabalhando simultaneamente em equilíbrio; supõe-se que cada ofertante encontra sua demanda e vice e versa, assim é possível afirmar que o sistema está fechado em si e, se todas as transações do mercado são atendidas, estão lançadas as bases econômicas para o próximo período – semelhantes às do período anterior – em outras palavras: trata-se de um ciclo fechado, constante e auto-reprodutivo. (POSSAS, 1987; SCHUMPETER, 1997; 1939).

O fluxo circular é um sistema que *tende ao equilíbrio geral*,³⁰ pois *não há motivação por parte dos agentes a modificarem suas posições*, tendo em vista que as decisões de investimento e consumo já estão tomadas, modificar-se-ão “salvo pela necessidade de uma suave adaptação a alterações contínuas e limitadas nos dados do sistema” (POSSAS, 1987, p. 170). Em outras palavras, não é um sistema completamente estático no sentido da palavra, ele sofre pequenas e lentas alterações ao longo do tempo, mas elas são absorvidas sem a necessidade de mudanças intensas, o sistema restabelece seu equilíbrio sem que haja grandes distúrbios (SCHUMPETER 1997; 1939; POSSAS 1987).

Nesse sistema,

os mesmos produtos são produzidos todos os anos da mesma maneira. Para cada oferta existe à espera uma demanda correspondente em algum lugar do sistema econômico, para cada demanda, uma oferta correspondente. Todos os bens são negociados a preços determinados com oscilações simplesmente insignificantes, de modo que se pode considerar que toda unidade de dinheiro percorre o mesmo caminho em cada período. (SCHUMPETER, 1997, p. 111-112)

No entanto, é digno que seja destacado que o fluxo circular não corresponde ao sistema econômico descrito e adotado nas teorias neoclássicas. Portanto, enumeram-se adiante, de acordo com Possas (1987), alguns dos princípios essenciais do fluxo circular que tornarão essa percepção mais clara.

3.1.1.1 Fatores de produção e rigidez das funções de produção

As funções de produção, designadas por Schumpeter como *combinações de forças produtivas*, possibilitam, no fluxo circular, apenas deslocamentos ao longo das curvas de

³⁰ Cf. Possas (1987, p. 170).

produção, ao passo que os deslocamentos das próprias curvas de produção representam o surgimento da *inovação* – usando sua terminologia: o surgimento das *novas* combinações – o que necessariamente provoca o rompimento do fluxo circular.

Coloca-se então a seguinte questão: quais são os fatores de produção em Schumpeter? Seguindo Böhm-Bawerk, o economista adota a *terra* e o *trabalho* como os fatores de produção primários de seu modelo,³¹ em contraste com os fatores de produção empregados nos modelos neoclássicos, que são a *terra*, o *trabalho* e o *capital*.

Segundo Schumpeter (1997, p. 37) “podemos converter todos os bens em ‘terra e trabalho’, no sentido de que podemos conceber todos os bens como feixes dos serviços do trabalho e da terra”, até mesmo o capital. Assim, as remunerações dos serviços dos fatores são apenas os salários e a renda fundiária, não havendo, portanto, no fluxo circular, fonte para a remuneração do capital.

A visão de Schumpeter diverge da visão tradicional do capital, para ele

a função do capital consiste em obter para o empresário os meios com que produzir. O capital se coloca como um terceiro agente necessário à produção numa economia de trocas, *entre* o empresário e o mundo dos bens. Constitui a ponte entre eles. Não faz parte diretamente da produção, ele próprio não é “elaborado”; (SCHUMPETER, 1997, p. 119-120, grifo do autor)

Portanto, o capital³² é visto como um agente independente, representando, na verdade, o poder de compra que é empregado na aquisição dos fatores de produção, não possuindo função alguma além dessa, pois o “único propósito, a única razão pela qual o empresário precisa de capital – recorro a fatos óbvios – é simplesmente a de servir como um fundo com o qual os bens produtivos podem ser pagos” (SCHUMPETER, 1997, p. 120).

É bem verdade que o empresário pode dispor do poder de compra de seu capital, mesmo após tê-lo investido em bens, pois,

uma vez que os seus meios produtivos podem não apenas servir como meios produtivos, mas também indiretamente como capital — na medida em que pode usá-los para obter primeiramente poder de compra e depois outros meios produtivos —, está certo ao chamá-los, por elipse, *de seu capital*. (SCHUMPETER, 1997, p. 121, grifo nosso).

Desse modo, caso o empresário precise de mais poder de compra antes de finalizar sua produção ele pode vender parte de seus bens; entretanto, é provável que não seja obtido o

³¹ Embora discorde do autor em outros pontos, como a abordagem dos juros, como veremos adiante.

³² O capital citado refere-se aos recursos financeiros requeridos aos investimentos produtivos.

mesmo poder de compra inicial,³³ pois isso irá depender da demanda correspondente aos bens que deseja desfazer-se.

Entretanto essas considerações ganham sentido *apenas* no processo de desenvolvimento econômico, pois, em um sistema com as características do fluxo circular, não é significativa a necessidade de obtenção de poder de compra adicional, tendo em vista que se trata de um esquema equilibrado, portanto, as matrizes produtivas eficientes já estão instaladas e produzindo, de modo que as necessidades de capital são cobertas, em média, pela própria produção. “Assim, de acordo com o nosso ponto de vista, *o capital é um conceito do desenvolvimento, ao qual nada corresponde no fluxo circular*” (SCHUMPETER, 1997, p. 123, grifo nosso).

3.1.1.2 Lucros

No fluxo circular, o lucro é considerado uma anomalia temporária,³⁴ pois, regularmente, “os resultados fluem inteiramente para os fatores produtivos originais” (SCHUMPETER, 1997, p. 46), isto é, a terra e o trabalho. As considerações de Schumpeter acerca do lucro empresarial realizadas no âmbito do fluxo circular são, predominantemente, sobre os mercados de livre concorrência; ainda assim, ao referir-se aos mercados monopolistas, o autor assevera que “o lucro da fundação de um negócio e o retorno permanente são distintos, na prática; o primeiro é o valor do monopólio, o último é apenas o rendimento da condição de monopólio” (SCHUMPETER, 1997, p. 149).³⁵

Ao posicionar-se diante do lucro, Schumpeter o faz com relação ao empresário:³⁶ “o lucro empresarial é um excedente sobre os custos. Do ponto de vista do empresário, é a diferença entre receitas e despesas no negócio, como nos foi dito por grande número de economistas.” (SCHUMPETER, 1997, p. 129).

³³ O que foi empregado para adquirir o bem produtivo que está posto à venda.

³⁴ Para os fins de identificação do fluxo circular, Schumpeter considera que “assim como o valor é um sintoma de nossa pobreza, o lucro é um sintoma de imperfeição.” (SCHUMPETER, 1997, p. 46). Em outra passagem da TDE o economista também afirma que “o erro, o contratempo, a indolência e coisas semelhantes, como sabemos, tornam-se fonte contínua de perda, mas também de lucro” (SCHUMPETER, 1997, p. 47). Afirma-se que esses lucros são temporários, no âmbito do fluxo circular, em razão de que tais anomalias fazem parte das alterações contínuas e limitadas aos dados do referido sistema, que, como já citado, apresenta tendência ao equilíbrio geral.

³⁵ Os casos de concorrência imperfeita são mais bem explorados em *Business Cycles*, mas já sob a ótica dos ciclos econômicos o que, necessariamente, envolve o fenômeno do desenvolvimento econômico, que não é o foco dessa seção.

³⁶ O que alude a uma característica fundamental presente na análise de Schumpeter: o estudo do indivíduo e não do agregado.

Em sua teoria, os custos são um fenômeno de valor, ou seja, a decisão de produção envolve a escolha de alocação dos fatores de produção entre possibilidades concorrentes, de modo que a opção de produção de um determinado bem nunca proporcionará ganhos líquidos, mas sim ganhos com relação à produção dos outros produtos, que são mutuamente excluídos a partir de sua decisão de alocação.

Essa relação acarreta uma espécie de “lei dos rendimentos decrescentes na produção”, uma vez que quanto maior for o sacrifício na direção da intensificação daquela produção, menor será seu ganho de valor com relação às opções de produção concorrentes – que se torna cada vez menor até desaparecer. É nesse sentido que Schumpeter aparta sua “lei dos rendimentos decrescentes na produção” da lei dos rendimentos decrescentes marginalista: sua proposição “independe da lei do produto físico decrescente” (SCHUMPETER, 1997, p. 44).

Na produção, “os custos se elevam até a altura da utilidade marginal do produto, e, portanto, também da combinação presente aos de meios de produção” (SCHUMPETER, 1997, p. 44), aí a produção encontra seu ponto de equilíbrio, de modo que a última unidade produzida não apresenta ganhos em utilidade maiores que os custos, portanto, tem-se que, em geral, nenhum valor excedente – que seja superior ao valor dos próprios bens produtivos – pode ser obtido por meio da produção. Em outras palavras, o que Schumpeter quer dizer é que o valor da produção, bem como seus custos, está inteiramente vinculado ao valor e custos dos fatores de produção, de modo que a última não ‘cria’ nenhum valor, conforme citação:

Esta [a produção] realiza apenas os valores previstos no plano econômico, que existem previamente, em potencial nos valores dos meios de produção. Também nesse sentido, e não apenas no sentido físico supracitado, a produção não “cria” nenhum valor, ou seja, no processo produtivo não ocorre nenhum aumento do valor. (SCHUMPETER, 1997, p. 45).

A partir da citação acima, ocorre que os preços de todos os produtos comercializados devem ser iguais aos preços dos serviços do trabalho e da natureza neles empregados, em livre concorrência, chegamos assim à compreensão de que “os *custos* são em sua essência os *totais dos preços dos serviços do trabalho e da natureza*. E esses *totais de preços* devem sempre se *igualar às receitas obtidas* pelos produtos. Nessa medida, portanto, *a produção deve fluir essencialmente sem lucro*.” (SCHUMPETER, 1997, p. 46, grifo nosso).

Seguindo o raciocínio de Böhm-Bawerk, Schumpeter admite que o lucro (ou prejuízo) pode aparecer sim no fluxo circular, porém, sempre em decorrência de perturbações, pois, para que o sistema opere como descrito, é necessário que haja um funcionamento harmonioso,

que nem sempre pode ser garantido. Schumpeter afirma que, de acordo com Böhm-Bawerk, há duas circunstâncias em que pode haver lucro no sistema aqui descrito: a fricção e o tempo.

As fricções ocorrem por inúmeras de razões, pois o organismo econômico não funciona perfeitamente. O erro, o contratempo, a indolência e coisas semelhantes, são comumente recorrentes e tornam-se fonte contínua de prejuízos, mas também de lucros (SCHUMPETER, 1997). Essas ocorrências estão ligadas às necessidades de adaptação diante das mudanças ocorridas no fluxo circular, bem como diante dos riscos, que podem ser de dois tipos: o risco de fracasso empresarial e o risco de falha técnica, que está relacionado a eventos impossíveis de prever.³⁷

Porém, mesmo diante da precaução contra os riscos, o empresário não produz, por essa iniciativa, um dispositivo garantidor de geração de lucros (ou garantidor contra quaisquer prejuízos) diante de seus concorrentes, pois, o seguro lhe representa um custo;³⁸ no máximo a seguradora é que pode obter lucros, que, ao decorrer do tempo, tendem a se anular, pois, deverá cobrir seus segurados em determinadas situações.

No tocante ao tempo, Böhm-Bawerk e Schumpeter referem-se ao período de tempo necessário à transformação dos fatores de produção em bens de consumo, pois, “os meios de produção são bens de consumo *futuros* e assim valem menos do que os bens de consumo.” (SCHUMPETER, 1997, p. 49, grifo do autor). Todavia, não deve haver confusão com relação à procrastinação em função da valorização do consumo futuro, no sentido clássico, pois, o sistema em descrição apresenta em média, como é fácil intuir, constância na valorização dos fluxos (também regulares) de renda.

Desse modo

qualquer que seja a natureza da espera, ela certamente não é um elemento do processo econômico de que estamos tratando aqui, porque o fluxo circular, uma vez estabelecido, não deixa defasagens entre o dispêndio ou o esforço produtivo e a satisfação de necessidades. Ambos, seguindo expressão conclusiva do Professor Clark, são *automaticamente sincronizados*. (SCHUMPETER, 1997, p. 52, grifo nosso).

O que Schumpeter quer dizer é que a abstinência de consumo presente com a finalidade de ampliar o consumo futuro não faz sentido no fluxo circular. Nesse sistema os consumidores sempre poderão adquirir os bens de consumo necessitados junto ao mercado, tendo em vista que a atividade produtiva é organizada de tal modo que os mercados

³⁷ Para Schumpeter o risco de falha técnica na produção inclui “o risco de perda por fatores que dependem de Deus”. (SCHUMPETER, 1997, p. 47).

³⁸ Como se sabe também, nenhuma seguradora é capaz de segurar perdas em todas e quaisquer situações.

permanecem sempre abastecidos, e que a própria demanda também segue um comportamento regular.

Voltando à questão da regularidade na valorização das rendas, compreende-se que o modelo em exposição dispensa qualquer possibilidade de lucros por meio de juros, de modo que Schumpeter afirma que “não existe nenhuma possibilidade de investir poupanças a juros” (SCHUMPETER, 1997, p. 49). Todavia, se não há possibilidades de ampliar os fluxos de renda futuros por meio do rendimento de poupanças, então, os agentes não tem razões para estimar mais as parcelas de renda futuras com relação às presentes e assim postergar seu consumo.

Entende-se, portanto, que o lucro empresarial não pode ser nenhum rendimento sobre o capital, uma vez que não há rendimento à base de juros. Não obstante, viu-se acima que o lucro também não reside na figura de qualquer rendimento sobre a produção, então “o problema do lucro reside precisamente no fato de que as leis do custo e da produtividade marginal parecem excluí-lo” (SCHUMPETER, 1997, p. 150).

O lucro para Schumpeter (1997, p. 150) “está ligado à criação de coisas novas, à realização do futuro sistema de valores. É ao mesmo tempo o filho e a vítima do desenvolvimento. [De tal modo,] sem o desenvolvimento não há nenhum lucro, sem o lucro, nenhum desenvolvimento.” Destarte, o lucro não é um fenômeno do fluxo circular.

3.1.1.3 Juros e poupança

Retomando-se a discussão sobre os fatores de produção e a desconsideração do capital enquanto integrante da classe, bem como o que foi dito a pouco sobre não haver, no fluxo circular, poupança, segue-se uma consequência – e problema – crucial ao raciocínio em desenvolvimento: a *inexistência* de uma “*taxa natural*” de juros.

Ao rejeitar a idéia do juro associado ao elemento tempo – sustentada por Böhm-Bawerk – Schumpeter (1997, p. 60) argumenta que “não apareceria nenhum juro no sistema econômico segundo nossas proposições [leia-se, fluxo circular], e que, portanto, a lógica das coisas econômicas, como foi aqui descrito, não explica o fenômeno do juro”.

É verdade também que sua teoria não suporta a idéia de uma tendência que coordene o movimento da taxa de juros ao longo do tempo, ou mesmo que garanta o seu nível futuro, pois, segundo ele a “*taxa real* de juros não apresenta nenhuma tendência secular clara” (SCHUMPETER, 1997, p. 199).

Detalhando o assunto, o autor faz distinção básica entre dois tipos de juros: os juros sobre crédito concedidos ao consumo corrente e aos investimentos produtivos; a esse último, ele chama de *juro produtivo*. À primeira categoria, o economista dispensa considerações, por entender que não constitui um grande fenômeno social que necessite de explicação, não obstante, Schumpeter assevera que a economia ‘estática’, descrita no fluxo circular, não conhece o juro produtivo, pois os negócios já estabelecidos são suficientemente financiados pelos resultados da própria produção.

No fluxo circular schumpeteriano não há razão de ser dos juros, como há nos modelos econômicos tradicionais,³⁹ pois, o tempo no fluxo circular

não transforma em fatores especiais a necessidade de esperar ou o desejo menor por prazeres futuros. Só se espera de má vontade porque, e na medida em que, se pode fazer algo nesse meio tempo. Prazeres futuros só parecem menores porque quanto mais longe no futuro está a sua realização, maiores se tornam as deduções sob a rubrica de “prazeres realizáveis em outra parte”. (SCHUMPETER, 1997, p. 139)

Ora, o raciocínio deve-se ao fato de que o sistema apresentado possui um funcionamento rotineiro, marcado pela regularidade, e que os riscos de produção estão calculados e a incerteza é pouco significativa; não se espera que aconteça nada diferente de hoje no futuro, portanto, não há um prêmio para a postergação do consumo, desse modo, deixar de consumir hoje para consumir amanhã não é economicamente racional, pois, será apenas o adiamento de um prazer, que pode ser desfrutado hoje, sem que haja qualquer recompensa econômica por isso.

A questão dos juros na abordagem de Schumpeter não se resume a isso, na verdade, estende-se a todo um tecido de críticas às interpretações científicas tradicionais, adicionado de novas proposições e explicações que pretendem solucionar o problema do juro, tanto de um modo geral como na estrutura da sua teoria. Todavia, o elemento só recebe funções significativas com o fenômeno do desenvolvimento – que será devidamente abordado adiante – assim, em termos de fluxo circular, o que foi posto até aqui é suficiente.

De outro modo, lidar com juros nos remete à questão correlata da poupança. Sua caracterização também difere bastante das conceituações usuais, mas, guarda forte semelhança com a atribuída ao juro: não está diretamente relacionada ao passar do tempo, não é significativa no fluxo circular e está intimamente ligada ao processo de desenvolvimento.

Segundo o próprio Schumpeter (1997, p.81, grifo nosso):

³⁹ Que estão relacionados ao tempo, nas palavras de Schumpeter (1997, p. 155): “O juro é um prêmio ao poder de compra presente por conta do poder de compra futuro.”

sua maior parte, decididamente, *não vem da parcimônia*, em sentido estrito, ou seja, da abstenção por alguém do consumo de parte de sua renda regular, mas *consiste em fundos* que são, eles próprios, *resultado de inovação* bem-sucedida e nos quais reconheceremos mais tarde o lucro empresarial. No fluxo circular não haveria, por um lado, nenhuma fonte tão rica de poupança e, por outro, essencialmente haveria menor incentivo para se poupar.

De tal modo, a poupança, na análise de Schumpeter não exerce um papel significativo nos sistemas econômicos que são auto-reprodutivos e que apresentam mudanças lentas ao longo do tempo, como é o caso do fluxo circular, em que os empresários não necessitam de recorrer à poupança de terceiros (crédito/empréstimo) já que, como citado anteriormente, os negócios estabelecidos são suficientemente financiados pelos resultados da própria produção.

3.1.1.4 Dinheiro e crédito

Toda discussão realizada por Schumpeter em torno das funções do crédito, do dinheiro (ou moeda) e do capital⁴⁰ unificam-se, basicamente, em uma só: poder de compra para adquirir bens produtivos, função presente apenas no processo de desenvolvimento, em outras palavras: são *meios de financiar a inovação*, estão, portanto, ausentes no fluxo circular.⁴¹

A idéia do véu monetário predomina na interpretação do papel da moeda, não contradizendo a teoria quantitativa. Em Schumpeter (1997, p. 63) “o dinheiro aparece como um comando geral sobre diferentes quantidades de bens ou, como poderíamos dizer, ‘um poder de compra em geral’”. Assim, a moeda (ou dinheiro) não possui valor por si só, seu valor é traduzido em termos de bens que pode adquirir, pode-se dizer que o dinheiro representa apenas o disfarce das coisas econômicas (elementos reais) sem que nada de essencial seja relegado ao fazer-se tal abstração dele.

As colocações citadas não se referem ao estoque de moeda, mas, ao fluxo monetário, “de qualquer modo, no fluxo circular normal que temos em vista aqui, não seria necessária nenhuma manutenção de importantes estoques de dinheiro para outros propósitos.” (SCHUMPETER, 1997, p. 64).

Pode-se ainda extrair a visão de Schumpeter sobre a influência da moeda no sistema de fluxo circular pela seguinte citação:

⁴⁰ O capital já foi tratado na seção “3.1.1.1 Fatores de produção e rigidez das funções de produção”, de modo que se retirará a obrigação de tratá-lo aqui com maiores detalhes, todavia, o tema será abordado mais adiante, na ocasião de definir sua posição dentro do processo de desenvolvimento.

⁴¹ Schumpeter ressalta que o leitor não deve confundir o “crédito corrente” com o crédito necessário à atividade inovadora. O primeiro diz respeito às transações comuns envolvendo necessidades de pagamentos comumente presentes em uma economia de mercado, até mesmo no fluxo circular. O segundo tipo de crédito será discutido com maior profundidade mais à frente. (Cf. Capítulo 3 da TDE).

uma necessidade *original* de ter o dinheiro um valor de mercadoria não significa que a mercadoria dinheiro particular deva efetivamente circular. Pois, de fato, nada mais é necessário para pôr o dinheiro numa relação fixa com os valores dos outros bens do que o fato de que ele deve estar *vinculado* a algo de valor definido. O processo econômico, portanto, poderia ser levado a cabo sem a intervenção do dinheiro metálico. (SCHUMPETER, 1997, p. 63, grifo do autor).

O dinheiro funciona apenas como um meio de estabelecer um numeral que represente o valor dos bens, nada valendo sem sua conexão com eles. De modo semelhante, a figura do crédito não exerce papel significativo no fluxo circular, já que ele seria correspondente ao dinheiro, tendo em vista que o crédito representa o adiantamento de valores futuros, o que se faz quase que totalmente desnecessário em um ambiente previsível como o descrito.⁴²

A posição de Schumpeter com relação aos meios creditícios no âmbito do fluxo circular é asseverada na citação abaixo:

não há *nenhuma razão* para que aqui nos ocupemos ainda dos meios creditícios de pagamento. Se os instrumentos de crédito apenas substituem um dinheiro metálico já existente, então o seu uso não produzirá por si mesmo nenhum fenômeno novo. Se ano após ano é estabelecida uma transação de troca particular por meio de tais instrumentos de crédito, então estes últimos cumprem o mesmo papel que o montante correspondente de dinheiro metálico teria e até agora *não há nenhum incentivo para uma súbita introdução do crédito no fluxo circular* que devêssemos levar em consideração. (SCHUMPETER, 1997, p. 65, grifo nosso).

Entende-se, portanto, que o dinheiro e o crédito não são partes integrantes do fluxo circular, e não tem razão para fazerem, uma vez que, como a poupança e os juros, apenas exercem funções importantes durante o processo de desenvolvimento da economia.

Tendo discutido as funções das principais ferramentas de análise econômica do fluxo circular, finaliza-se aqui a discussão dos pressupostos fundamentais desse sistema integrante da teoria desenvolvimentista de Schumpeter, que também fazem parte de sua teoria dos ciclos econômicos, como ficará claro adiante.

Em síntese, de acordo com o exposto acima, o fluxo circular não guarda relações com o sistema definido pela economia clássica. Schumpeter buscou demonstrar que esse sistema é incompatível com o desenvolvimento econômico, uma vez que, apesar de sofrer pequenas alterações ao longo do tempo – mudanças nas composições e redistribuições, como citado anteriormente – essas transformações ocorrem dentro de um limite, enquanto as modificações da vida econômica, de fato, alteram esse limite, visto que, o fenômeno do desenvolvimento em Schumpeter advém de mudanças que não são absorvidas pelo sistema, mas sim que provocam seu *rompimento*, por meio de um processo *descontínuo e desestabilizante*.⁴³

⁴² Salvo os casos em que predomina circunstâncias que exijam a necessidade de obtenção de crédito, como a destruição de bens de produção em virtude de catástrofes, por exemplo; que são casos considerados raros e, portanto, de pouca significância para a teorização do fluxo.

⁴³ O designado desenvolvimento econômico, discutido aqui, não é sinônimo de crescimento econômico (crescimento da população e da riqueza). O desenvolvimento em Schumpeter é um fenômeno distinto,

O fenômeno do desenvolvimento econômico e, mais especificamente, a importância da inovação para a dinâmica do ciclo econômico, serão tratados na seção a seguir.

3.2 Inovação e desenvolvimento

A *inovação* é para Schumpeter o “*fenômeno fundamental*” da vida econômica capitalista, que produz o desenvolvimento, o progresso e evolução econômica (POSSAS, 1987; SCHUMPETER, 1997; 1939). Em outras palavras: o fruto da inovação é o desenvolvimento.

Para tanto, o desenvolvimento econômico entendido por Schumpeter considera “apenas as mudanças da vida econômica que *não lhe forem impostas de fora*, mas que *surjam de dentro*, por sua *própria iniciativa*” (SCHUMPETER, 1997, p. 74, grifo nosso), porque se assim não fosse considerar-se-ia que a economia “é arrastada pelas mudanças do mundo à sua volta, e que as causas e portanto a explicação do desenvolvimento devem ser procuradas fora do grupo de fatos que são descritos pela teoria econômica” (SCHUMPETER, 1997, p. 74).

Desse modo, para Schumpeter (1997, p. 71) “a teoria tradicional não tem quase nada com que contribuir” para tornar inteligível o desenvolvimento ou o seu resultado histórico, nem mesmo as perturbações da vida econômica. A tradição investiga apenas os efeitos, mas não as razões de sua ocorrência, que geralmente são relegadas à assuntos extra-econômicos.

Assim, o economista pretende que sua “exposição do problema é mais exatamente paralela à de Marx. Pois, segundo ele [Marx], há um desenvolvimento econômico *interno* e não uma mera adaptação da vida econômica a dados que mudam.” (SCHUMPETER, 1997, p. 72, grifo do autor). Por essa razão, Schumpeter sustenta que a explicação das perturbações econômicas reside em fatores ignorados ou não observados adequadamente.

Dentre as causas de perturbação da ordem econômica apontadas por Clark,⁴⁴ há duas – mudanças na técnica e na organização produtiva – que Schumpeter argumenta requererem uma análise especial, por causarem algo diferente de perturbações, como ditas no sentido teórico. Para Schumpeter (1997, p. 72) “o não-reconhecimento disso é a mais importante razão isolada para o que nos parece insatisfatório na teoria econômica”.

inteiramente estranho ao que pode ser observado no fluxo circular ou na tendência para o equilíbrio. É uma mudança espontânea e descontínua nos canais do fluxo, perturbação do equilíbrio, que altera e desloca para sempre o estado de equilíbrio previamente existente (SCHUMPETER, 1997, p. 69).

⁴⁴ Clark, J. B. *Essentials of Economic Theory*. 1907. Autor ao qual Schumpeter se refere por simpatia à sua abordagem teórica, que ‘separa’ a esfera estática e a dinâmica, identificando os elementos dinâmicos como a razão da perturbação do equilíbrio estático, à semelhança de sua própria análise que busca descobrir os efeitos das perturbações, bem como o novo equilíbrio que se estabelece após, a partir do entendimento dos processos estáticos (fluxo circular) e dinâmicos (desenvolvimento).

Com base nesse posicionamento Schumpeter pretende que sua teoria proporcione a superação de uma série de dificuldades fundamentais, justificando assim a introdução de sua abordagem teórica baseada nas “novas combinações” como o fator fundamental da vida econômica capitalista, sobre qual o desenvolvimento ganha sentido e razão. Portanto, é complicado, por assim dizer, trabalhar a idéia de inovação em Schumpeter dissociada do fenômeno principal que a mesma provoca: o desenvolvimento. De tal modo, é natural que os dois conceitos (inovação e desenvolvimento) sejam trabalhados em conjunto.

Com a finalidade de especificar melhor a proposição de Schumpeter com relação à inovação, o desenvolvimento e suas implicações para o sistema econômico capitalista, optou-se por dividir essa seção em subseções, conforme segue.

3.2.1 Inovação: impulso do desenvolvimento

Há, basicamente, dois momentos identificáveis nas obras de Schumpeter em que se trata a relação da inovação para com o desenvolvimento. Tais momentos são considerados a partir do modelo concorrencial aplicado à análise desenvolvida na obra. Na TDE a abordagem está focada em mercados de livre concorrência, ao passo que os modelos de concorrência monopolística e oligopolística estão incorporados na análise desenvolvida em “Capitalismo, Socialismo e Democracia”⁴⁵ e em *Business Cycles*. A concorrência monopolística é o foco principal da primeira das obras, todavia, a possibilidade de coexistência dos dois modelos (monopólio e oligopólio) já é considerada, porém, a relação entre os dois é mais bem discriminada em *Business Cycles*.

3.2.1.1 Inovação e desenvolvimento nos mercados de livre concorrência

Pode-se afirmar que a inovação em Schumpeter é pertinente ao setor produtivo industrial ou mesmo ao setor comercial, conforme pode ser depreendido da seguinte citação:⁴⁶

essas mudanças espontâneas e descontínuas no canal do fluxo circular e essas perturbações do centro do equilíbrio aparecem na esfera da vida *industrial e comercial, não na esfera* das necessidades dos *consumidores* de produtos finais (SCHUMPETER, 1997, p. 75, grifo nosso).

Vê-se que o economista desconsidera as mudanças de gostos dos consumidores como indutoras de novas combinações, por entender que se tratam apenas de mudanças nos dados naturais – ainda que aconteçam de forma descontínua – as quais os empresários devem adaptar-se, considerando apenas as perturbações advindas de mudanças ocorridas nos setores de produção e comercialização.

⁴⁵ Schumpeter (1961).

⁴⁶ Esse ponto pode ser considerado, grosso modo, comum às duas análises de concorrência.

Embora Schumpeter considere que as necessidades de consumo partem dos próprios consumidores e que, portanto, podem provocar mudanças no aparato produtivo via pressão, todavia, “é o produtor que, via de regra, inicia a mudança econômica, e os consumidores são educados por ele, se necessário; são, por assim dizer, ensinados a querer coisas novas” (SCHUMPETER, 1997, p. 76). Essa observação leva a uma importante conclusão: *as inovações em Schumpeter partem, na maioria das vezes, do lado da oferta.*

O empresário em Schumpeter é o agente característico responsável pela produção da inovação e inserção dela no mercado, geralmente, o portador da ‘função empresarial’ está presente em meio ao corpo técnico e administrativo da empresa, ele não necessariamente precisa ser o dono da empresa ou gerente,⁴⁷ uma vez que, na verdade, não é o empresário que realiza as novas combinações, mas sim “é a realização de combinações novas que constitui o empresário” (SCHUMPETER, 1997, p. 83).

Como a realização de combinações novas é que constitui o empresário, não é necessário que ele esteja permanentemente vinculado a uma empresa individual; muitos “financistas”, “promotores” etc. não são e ainda podem ser empresários no sentido que lhe damos. Por outro lado, nosso conceito é mais restrito do que o tradicional ao deixar de incluir todos os dirigentes de empresas, gerentes ou industriais que simplesmente podem operar um negócio estabelecido, incluindo apenas os que realmente executam aquela função. (SCHUMPETER, 1997, p. 83)

Entende-se então que o empresário – ou *New Men*, como coloca em *Business Cycles* – de Schumpeter é diferente do gestor da empresa, porque o primeiro é o responsável por realizar novas combinações promotoras de lucros, ao passo que o segundo apenas gerencia a produção que já está estabelecida, enquadrando-se, portanto, no fluxo circular, onde não há lucros e nem novas combinações e, portanto, não existem empresários.

Para o economista, o empresário é um homem excepcional, na medida em que é capaz de idealizar combinações novas dentro da rotina do fluxo circular, tendo que ser hábil, sobretudo, para convencer o banqueiro (ou capitalista) a financiar sua idéia.⁴⁸

Esse modelo mental e comportamental “pressupõe um grande excedente de força sobre a demanda cotidiana e é algo peculiar e raro por natureza” (SCHUMPETER, 1997, p. 93). De tal modo, assim que o empresário consegue “levar a cabo novas combinações”, perde

⁴⁷ Ver Schumpeter (1997), capítulo 2, especialmente as notas de rodapé da página 72 e Schumpeter (1939) capítulo 2. A primeira referência contém o posicionamento do economista mediante críticas realizadas por outros autores ao seu empresário.

⁴⁸ Em Schumpeter o empresário nunca é aquele que corre riscos. (Cf. Cap. 4 da TDE).

seu caráter empresarial e passa a dirigir o seu negócio, de maneira semelhante aos gerentes e administradores de qualquer outra firma presente no fluxo circular.⁴⁹

Por “novas combinações” Schumpeter classifica os seguintes casos, citados na TDE:⁵⁰

1) Introdução de um *novo bem* — ou seja, um bem com que os consumidores ainda não estiverem familiarizados — ou de uma nova qualidade de um bem. 2) Introdução de um *novo método de produção*, ou seja, um método que ainda não tenha sido testado pela experiência no ramo próprio da indústria de transformação, que de modo algum precisa ser baseada numa descoberta cientificamente nova, e pode consistir também em *nova maneira de manejar comercialmente* uma mercadoria. 3) Abertura de um *novo mercado*, ou seja, de um mercado em que o ramo particular da indústria de transformação do país em questão não tenha ainda entrado, quer esse mercado tenha existido antes, quer não. 4) Conquista de uma *nova fonte de oferta de matérias-primas* ou de bens *semimanufaturados*, mais uma vez independentemente do fato de que essa fonte já existia ou teve que ser criada. 5) Estabelecimento de uma *nova organização* de qualquer *indústria*, como a criação de uma posição de monopólio (por exemplo, pela trustificação) ou a fragmentação de uma posição de monopólio. (SCHUMPETER, 1997, p. 76, grifo nosso)

O significativo nas cinco possibilidades não mutuamente excludentes de inovação,⁵¹ é a possibilidade de novas e diferentes combinações a partir de insumos já dados, ou mesmo o aparecimento/emprego de novos insumos, bem como o surgimento de novos mercados, ou a reorganização dos já existentes.

Uma questão relevante sustentada pelo autor é que a inovação geralmente surge a partir de *novas empresas*, uma vez que “não é o dono de diligências que constrói estradas de ferro”. Esse fato amplia a percepção da descontinuidade no sistema, pois as empresas antigas deverão competir com as novas e, em um mercado concorrencial, isso significa o desaparecimento dos antigos modos de produção,⁵² até porque as novas combinações devem retirar os meios produtivos (necessários à produção dos novos produtos) de algumas das combinações antigas.

Traços da divergência entre a teoria desenvolvimentista de Schumpeter e a tradicional, também podem ser ressaltados aqui. O autor afirma que “está implícito na doutrina tradicional da formação de capital [que o desenvolvimento] sempre se refere apenas à poupança e ao investimento de pequenos acréscimos anuais a ela atribuíveis” (SCHUMPETER, 1997, p. 78), e que isso não é falso, mas que desconhece outros fatores fundamentais, como o fato de que o

⁴⁹ Por outro lado, o empresário também não é, necessariamente, o detentor dos meios de produção. Nesse aspecto a conceituação de Schumpeter se aproxima da tradicional, por diferenciar o empresário do capitalista, mas esse ponto será discutido melhor adiante quando o tema “crédito” for abordado.

⁵⁰ Tal definição persiste ao longo das obras do autor.

⁵¹ Os termos “inovação” e “novas combinações” são sinônimos.

⁵² Schumpeter supõe, por simplicidade de análise, que o modo novo suplantará o antigo modo de produção. “[...] os novos empreendimentos eliminam completamente os estabelecimentos antigos ou então os forçam a restringir suas operações.” (SCHUMPETER, 1997, p. 232).

“desenvolvimento consiste primariamente em empregar *recursos diferentes* de uma *maneira diferente*, em fazer *coisas novas* com eles, independentemente de que aqueles recursos cresçam ou não.” (SCHUMPETER, 1997, p. 78, grifo nosso).

3.2.1.2 Inovação e desenvolvimento nos mercados de concorrência imperfeita

Em Capitalismo, Socialismo e Democracia, os esforços de Schumpeter estão focados em demonstrar como a “*destruição criadora*”, promovida pelos mercados de livre concorrência, é o motor do desenvolvimento da economia capitalista. Todavia, diferentemente da análise desenvolvida na TDE, o modelo de concorrência empregado em sua análise passa a ser, principalmente, o monopólio, por entender que essa estrutura não é uma exceção em meio à concorrência perfeita, mas, justamente ao contrário. Em *Business Cycles*, Schumpeter expõe, com maior detalhamento, as possibilidades de reação das firmas em concorrência imperfeita, tanto monopólios (e monopsônios) como oligopólios, todavia, não é necessário a essa dissertação entrar nesses pormenores, por isso, a exposição que segue está focada em mostrar como a concorrência imperfeita é vista por Schumpeter enquanto sistema de mercado que promove, via inovações, o desenvolvimento da economia.

Para Schumpeter, os neoclássicos consideravam os monopólios “como exceções e, sobretudo, como exceções que podiam e seriam eliminadas com o tempo” (1961, p. 100). Todavia, ele sustenta que “nem Marshall, nem Wicksell, nem os clássicos perceberam que a concorrência perfeita constitui a exceção e que, ainda que fosse a regra, haveria muito menos motivos para regozijo do que se poderia pensar.” (SCHUMPETER, 1961, p. 100).⁵³

O economista afirma que

[...] praticamente a todos os tipos de produtos acabados e serviços proporcionados pela indústria e comércio [...] possui um pequeno mercado próprio que procura – e tem de procurar – expandir e conservar, mediante a estratégia dos preços, da qualidade – a *diferenciação dos produtos* – e da propaganda. (SCHUMPETER, 1961, p. 101, grifo do autor)

Ao traçar essas observações por entender que guardam relação com a realidade empírica, Schumpeter considera que “encontramos, assim, um estado de coisas inteiramente diferente e no qual não parece haver razão para esperarmos que de lugar aos resultados da concorrência perfeita, mas que se adapta com muito maior perfeição ao esquema monopolista.” (SCHUMPETER, 1961, p. 101).

⁵³ Schumpeter (1961) emprega uma série de esforços teóricos para demonstrar que a concorrência perfeita não seria o modelo de concorrência ideal do sistema capitalista, todavia, não entraremos em muitos detalhes, ressaltando apenas o que se faz importante para a análise aqui proposta.

Portanto, Schumpeter descarta a concorrência perfeita como modelo ideal de concorrência do sistema capitalista, assumindo, portanto, a concorrência imperfeita em sua análise:

Tão logo se reconhece a existência geral da concorrência monopolista, do oligopólio ou de uma combinação dos dois, numerosos conceitos que os economistas da geração de Marshall-Wicksell ensinavam com a maior confiança tornam-se ou inaplicáveis ou mais difíceis de provar. (SCHUMPETER, 1961, p. 101).

O economista destaca que essa mudança de perspectiva tem consideráveis implicações sobre o “conceito fundamental de equilíbrio, isto é, uma determinada situação do organismo econômico para a qual tende sempre qualquer outra dada situação e que possui certas propriedades simples” (SCHUMPETER, 1961, p. 101). Para tanto, Schumpeter expõe duas razões básicas: i) “No caso geral do oligopólio, não há, na verdade, equilíbrio determinado algum, apresentando-se, sim, a possibilidade de que possa desenvolver-se uma seqüência interminável de marchas e contramarchas e um estado de luta eterna entre as firmas comerciais.” (SCHUMPETER, 1961, p. 101); ii) “não somente é muito mais difícil alcançar o equilíbrio do que na concorrência perfeita, além de mais difícil de manter, mas parece que a concorrência *benéfica* do tipo clássico será facilmente substituída por uma concorrência *predatória e exterminante* [...]” (SCHUMPETER, 1961, p. 102, grifo do autor).⁵⁴

Segundo Schumpeter (1961, p. 105) “o ponto essencial que se deve ter em conta é que, ao tratar do capitalismo, tratamos também de um processo evolutivo”. Com isso ele quer dizer que “o capitalismo é, por natureza, uma forma ou método de transformação econômica e não, apenas, reveste caráter estacionário, pois jamais poderia tê-lo.” (SCHUMPETER, 1961, p. 105).

Ao destacar sua abordagem à frente da teoria tradicionalmente aceita, o economista explica que

O impulso fundamental que põe e mantém em funcionamento a máquina capitalista procede dos novos bens de consumo, dos novos métodos de produção ou transporte, dos novos mercados e das novas formas de organização industrial criadas pela empresa capitalista. (SCHUMPETER, 1961, p. 105, grifo nosso).

⁵⁴ Schumpeter ainda ressalta que “nas circunstâncias sugeridas, o equilíbrio, se finalmente conseguido através de métodos extremamente dispendiosos, não mais garante nem a existência do pleno emprego nem da produção máxima possível, no sentido imaginado pela teoria da concorrência perfeita. O equilíbrio *pode* existir sem o pleno-emprego; *tem* que existir, ao que parece, em um nível de produção abaixo do limite máximo, porque a estratégia da conservação dos lucros, impossível nas condições da concorrência perfeita, torna-se agora não somente possível, mas se impõe.” (SCHUMPETER, 1961, p. 102, grifo do autor). Em outras palavras: “A concorrência perfeita implica o livre acesso a todas as indústrias. É exato, dentro do contexto da teoria geral, que o livre acesso a todas as indústrias é condição indispensável à distribuição ideal dos recursos e, daí, à produção máxima.” (SCHUMPETER, 1961, p. 131). Uma vez que tenha sido negado o modelo de concorrência perfeita, nega-se, também a produção máxima.

Schumpeter sustenta que o processo de mutação industrial, inerente ao processo capitalista, é o propulsor do desenvolvimento econômico, que, portanto, é também endógeno, uma vez que

revolucionaria incessantemente a estrutura econômica a partir de *dentro*, destruindo incessantemente o antigo e criando elementos novos. Este processo de destruição criadora é básico para se entender o capitalismo. É dele que se constitui o capitalismo e a ele deve se adaptar toda a empresa capitalista para sobreviver (SCHUMPETER, 1961, p. 106, grifo do autor).⁵⁵

Ao rejeitar o modelo de concorrência perfeita, Schumpeter rejeita, portanto, o modo de concorrência via preços, preconizado pela teoria predominante, por meio do próprio esquema de concorrência perfeita, afirmando que, na realidade, não existe, no curto prazo,⁵⁶ a flexibilidade de preços ensinada nos modelos tradicionais. Sendo que, na sua interpretação, as relações de concorrência entre as empresas não se dão, exclusivamente, via alterações nos preços, entendendo ele que “um preço é rígido se menos sensível às alterações da oferta e da procura do que seria numa situação de concorrência perfeita.” (SCHUMPETER, 1961, p. 116, grifo do autor).

Para Schumpeter (1961, p. 107),

na realidade capitalista e não na descrição contida nos manuais, o que conta não é esse tipo de concorrência, mas a concorrência de novas mercadorias, novas técnicas, novas fontes de suprimento, novo tipo de organização (a unidade de controle na maior escala possível, por exemplo) – a concorrência que determina uma superioridade decisiva no custo ou na qualidade e que fere não a margem de lucros e a produção de firmas existentes, mas seus alicerces e a própria existência.

Nada obstante, a não flexibilidade dos preços, defendida pelo autor, possui implicações ainda mais cruciais sobre a dinâmica econômica, uma vez que

nas condições criadas pela evolução capitalista, a flexibilidade perfeita e geral dos preços pode, nas épocas de depressão, instabilizar ainda mais o sistema, em vez de estabilizá-lo, como indubitavelmente ocorreria nas condições imaginadas pela teoria geral. (SCHUMPETER, 1961, p. 120).

Ao perseguir essa linha de análise, o autor institui a inovação, entre outras atitudes proativas das firmas,⁵⁷ como meio de permanecer e defender o mercado em que opera dos possíveis concorrentes, dado que a concorrência “atua não somente quando está presente, mas

⁵⁵ Schumpeter ainda ressalta que “em outras palavras, o problema usualmente estudado é o da maneira como o capitalismo administra a estrutura existente, ao passo que o problema crucial é saber como ele a cria e destrói. (SCHUMPETER, 1961, p. 107).

⁵⁶ O economista sustenta que, mesmo no longo prazo, não há uma flexibilidade de preços reais tão plena, como na concorrência perfeita, afirmando que “[...] não há motivo para se temer excessivamente que preços e produção cada vez mais altos se alternem até o dia do Juízo Final. Mas, mesmo se reduzido às suas justas proporções, o fenômeno é ainda suficiente para mostrar a gritante fraqueza do mecanismo da concorrência perfeita.” (SCHUMPETER, 1961, p. 130-131).

⁵⁷ A empresa também pode concorrer “[...] mediante a estratégia dos preços, da qualidade – a *diferenciação dos produtos* [que constitui um tipo de inovação] – e da propaganda” (SCHUMPETER, 1939, p. 101).

também quando constitui apenas ameaça constante” (SCHUMPETER, 1961, p. 108). Diante da relevância desse aspecto, o economista afirma que, “a construção teórica que ignora esse elemento essencial do caso ignora também o que ele tem de mais tipicamente capitalista” (SCHUMPETER, 1961, p. 109).

Schumpeter aponta que “essas empresas são agressoras por natureza e empregam com notável eficácia a arma da concorrência” (SCHUMPETER, 1961, p. 112). Assim, sob a ótica de Schumpeter, as empresas não possuem uma postura passiva diante do mercado, aceitando os preços impostos pelo suposto mecanismo de concorrência perfeita, como também, não estão diante de um mercado que apresenta livre entrada de empresas – próprio da concorrência perfeita – uma vez que, os investimentos das firmas atuantes, entre outros fatores (como a dificuldade inerente de se implantar uma inovação) constituem barreiras à entrada naquele mercado.

Schumpeter ainda assinala que “a condição de acesso perfeitamente livre a uma *nova* esfera de atividade, no entanto, pode, na realidade, tornar impossível qualquer acesso” (SCHUMPETER, 1961, p. 131), pontuando assim, que não é nada trivial o empreendimento das inovações, o que requer, portanto, investimentos e planejamentos prévios.

Nesse mesmo sentido, o processo de concorrência não se dá de forma instantânea, assim como funciona na concorrência perfeita. Schumpeter assinala que as

modificações fundamentais [provenientes das inovações] demandam tempo para se manifestar, essa estratégia se traduz no movimento lento, a passos discretos, mantendo-se os preços até que um quadro novo e de contornos relativamente duráveis substitua o antigo. (SCHUMPETER, 1961, p. 118).

Seguindo essa linha de raciocínio, o economista considera que é

dificilmente concebível a introdução, desde o início, de novos métodos de produção e novas mercadorias em condições de perfeita e imediata concorrência. Significa isso também que o que chamamos de *progresso econômico é incompatível com a concorrência perfeita*. (SCHUMPETER, 1961, p. 131, grifo nosso).

Na linha grifada da última citação o autor expressa a relação contraditória entre a concorrência perfeita e o processo de desenvolvimento econômico por ele descrito – propiciado pela destruição criadora, que está na essência do sistema capitalista. Schumpeter destaca isso, de modo mais enfático ainda, na seguinte citação: “na verdade, a concorrência perfeita desaparece, e sempre desapareceu, em todos os casos em que surge qualquer inovação – automaticamente ou graças a medidas tomadas com esse fim – mesmo que existam todas as outras condições para ela.” (SCHUMPETER, 1961, p. 131-132).

Schumpeter destaca ainda a inferioridade da empresa de concorrência perfeita diante da monopolista, ao afirmar que “a firma compatível com a concorrência perfeita é, em muitos casos, inferior em eficiência interna, especialmente tecnológica” (SCHUMPETER, 1961, p. 133) e assim desperdiça oportunidades, podendo “também, nas suas tentativas para melhorar seus métodos de produção, desperdiçar capital, pois se encontra em posição menos satisfatória para evoluir e julgar as novas possibilidades” (SCHUMPETER, 1961, p. 133).

Por essa razão o autor explica que “o grande empreendimento ou o monopólio devam ser aceitos como males necessários, inseparáveis do progresso econômico, que é protegido da sabotagem pelas forças inerentes à sua maquinaria econômica.” (SCHUMPETER, 1961, p. 133). Portanto, Schumpeter defende que se deve “reconhecer que a grande empresa transformou-se no mais poderoso motor desse progresso e, em particular, da expansão a longo prazo da produção total” (SCHUMPETER, 1961, p. 133).

Um dos trechos em que Schumpeter demonstra a superioridade de estratégia da concorrência imperfeita sobre a perfeita é na seguinte citação de *Business Cycles*:

In perfect competition, the individual firm is not only powerless to alter market price, but also under strong compulsion to accept it. If a monopolist charges a higher or lower price than the one that maximizes his gain, he will also lose but only in the sense that he will, within limits, gain less than he could (SCHUMPETER, 1939, p. 49).⁵⁸

Em suma, com o que se tem argumentado ao longo dessa exposição é possível concluir que as inovações surgem a partir dos esforços das grandes empresas para lucrar, permanecer e defender o mercado em que atuam e, esse processo concorrencial caracteriza a “destruição criadora”, que ocorre incessantemente a partir do seio da economia capitalista, promovendo, assim, o desenvolvimento do próprio sistema.

Tendo definido a inovação sob a ótica de Schumpeter, bem como suas implicações sobre os sistema econômico, é preciso discutir agora porquê é estratégico inovar e quais as implicações dinâmicas disso sobre o processo de desenvolvimento. Como será mostrado a seguir, na interação inovação-lucro está a chave para a compreensão deste processo.

3.2.2 Inovação e lucros

Em *Business Cycles*, Schumpeter pontua a relação das inovações com os lucros das economias capitalistas, explicando que “ [...] the bulk of private fortunes is, in capitalist

⁵⁸ Tal citação é assim explicada pelo próprio autor: “The firm cannot charge a higher price without losing all its business. It can, of course, charge a lower price, but will be penalized for doing so by a loss which, considering the absence of surpluses, will in the long run threaten its life.” (SCHUMPETER, 1939, p. 49).

society, directly or indirectly the result of the process of which innovation is the "prime mover." (SHUMPETER, 1939, p. 104).

Em *Capitalismo Socialismo e Democracia*, Schumpeter discute, embasado na teoria de Marx, que a produção de inovações é um meio de evitar que o preço dos produtos se reduza com o excesso de produção o que diminuiria, portanto, o lucro do empresário, possibilitando que o empresário continue a acumular – há também a possibilidade de diminuir o preço dos produtos via redução de custos, por meio de novos métodos. Em conformidade com a seguinte citação: “as possibilidades de lucros pela produção de novos artigos ou pela produção mais barata de artigos antigos estão-se materializando, constantemente, e exigindo novos investimentos.” (SCHUMPETER, 1961, p. 43-44).

Schumpeter explica como as inovações despontam entre os produtos antigos e chama a atenção para a necessidade em investimentos:

Estes novos artigos e novos métodos competem com os velhos artigos e métodos, não em termos iguais, mas com vantagem decisiva, que pode acarretar a morte dos últimos. Assim se processa o *progresso* na sociedade capitalista. A fim de evitar que seus preços sejam reduzidos, *cada* empresa é finalmente compelida a fazer o mesmo, a investir parte dos lucros, isto é, a acumular. (SCHUMPETER, 1961, p. 43-44, grifo do autor)

Para Schumpeter “o lucro [...] é o elemento principal do fenômeno descrito como lucro do fundador (*promoter's profit*) [...] cuja] base é o excedente temporário das receitas sobre os custos de produção num *novo empreendimento*” (SCHUMPETER, 1997, p. 136-137, grifo nosso).⁵⁹ Em outras palavras, o lucro corresponde ao excedente líquido obtido pelo empreendimento inovador. Diz-se então, que o lucro é inerente ao processo de desenvolvimento.

Em *Business Cycles*, Schumpeter descreve o lucro do empresário, ou simplesmente “lucro”, da seguinte maneira: “It is the premium put upon successful innovation in capitalist society and is temporary by nature : it will vanish in the subsequent process of competition and adaptation” (SCHUMPETER, 1939, p. 103). Por se tratar de uma renda temporária,⁶⁰ não existe nenhuma tendência à equalização de lucros, além disso as atividades inovativas sempre estarão subordinadas a uma série de eventos e a conjunturas imprevisíveis, de modo que não faz sentido considerar alguma espécie de tendência à equalização dos lucros.

⁵⁹ O empresário “fundador” é o empresário que lança a inovação no mercado, sendo seguido pelos demais.

⁶⁰ O termo “temporário” aqui citado, não guarda relações com o mesmo termo empregado relativo aos lucros provenientes de anomalias temporárias no fluxo circular que foi discutido anteriormente. O “temporário” relativo aos lucros provenientes das inovações pretende que os lucros provenientes da inovação não são perenes.

Para o economista, o lucro não é proveniente de alguma espécie de abstinência do consumo, ou seja, o lucro não é proveniente de nenhuma espécie de poupança, mas justamente o contrário, ele que é fonte de fundos.⁶¹ O “lucro empresarial é a fonte primária das fortunas industriais, cujas respectivas histórias remontam a ou consistem em atos inovativos bem-sucedidos” (SCHUMPETER, 2010, p. 33). Ou seja, o lucro, sobretudo, “está ligado à criação de coisas novas, à realização do futuro sistema de valores.” (SCHUMPETER, 1997, p. 150).⁶²

Schumpeter busca deixar claro que o lucro não é uma espécie de renda e que seu fluxo não é perene,⁶³ e que o empresário, apesar de produzi-lo por meio de sua atividade empreendedora, não tem controle algum sobre tal, uma vez que “ele escapa do alcance do empresário logo que é desempenhada a função empresarial” (SCHUMPETER, 1997, p. 150), em outras palavras, “não é o *funcionamento* de um negócio de acordo com um novo plano, mas sim o *ato de conseguir* que ele funcione de acordo com este novo plano, que explica os lucros dos empresários” (SCHUMPETER, 2010, p. 33, grifo do autor). Dito ainda em outras palavras: o empresário schumpeteriano é aquele capaz de *promover o funcionamento* de um negócio inovador e não aquele que o mantém funcionando.

A inserção de um novo produto no mercado, ou uma nova forma de produzir um bem já existente, produzirá retornos superiores aos custos envolvidos na nova produção. Isto porque o preço de um produto inovador “é determinado sem que se leve em consideração o custo de produção. Daí a possibilidade de se vender acima dos custos, incluindo todos os gastos ligados à superação das inúmeras dificuldades da aventura” (SCHUMPETER, 1997, p. 135).⁶⁴

Em *Capitalismo, Socialismo e Democracia*, Schumpeter afirma que, grosso modo, nada pode impedir que o mercado seja inundado por esses produtos e/ou métodos novos, confirme citação:

Os produtos decorrentes de um novo método têm de concorrer com os fabricados de acordo com sistemas antigos e a nova mercadoria deve ser promovida, isto é, criar a

⁶¹ Todavia o lucro proveniente de uma atividade inovadora não tem um montante definido, como coloca Schumpeter (1997, p. 151): “A dimensão do lucro não está determinada tão definitivamente quanto a amplitude dos rendimentos do fluxo circular.”

⁶² Embora as colocações de Schumpeter tenham sido desenvolvidas com o mercado concorrencial, o raciocínio pode ser empregado em outros tipos de mercados. Cf. Capítulo 3 de Schumpeter, 1939.

⁶³ “O lucro empresarial não é uma renda como o rendimento das vantagens diferenciais nos elementos permanentes de um negócio; nem é um rendimento do capital, qualquer que seja o modo como se defina capital.” (SCHUMPETER, 1997, p. 149)

⁶⁴ Nessa citação se está falando de inovação em produtos e não em métodos, por isso o custo de produção não é tomado como referência.

sua própria curva de procura. De maneira geral, nem as patentes nem as práticas monopolistas podem evitar essa situação. (SCHUMPETER, 1961, p. 131).

Contudo, essa fase lucrativa não se mantém permanentemente, ou seja, os lucros sedutores do novo empreendimento atrairão outros empresários, que não terão o mesmo esforço do empresário fundador ao entrarem no mercado – já que serão imitadores deste, de modo que o triunfo do fundador “abriu o caminho e criou um modelo para os que podem copiar” (SCHUMPETER, 1997, p. 133) – assim, após a imitação da inovação, o produto se torna massificado, seus preços caem e o mercado passa a não ser lucrativo como inicialmente, desestimulando a entrada de novos empresários.

Na TDE o economista afirma que, de tal modo, inicia-se um “processo de reorganização que deve resultar na aniquilação do excedente sobre os custos.” (SCHUMPETER, 1997, p. 133). Deste modo, Schumpeter conclui que o lucro é ao mesmo tempo o filho e a vítima do desenvolvimento, pois, nasce a partir do processo de concorrência e é eliminado pelo próprio processo de concorrência. Em *Capitalismo, Sociedade e Democracia*, Schumpeter ainda afirma que,

com a crescente mecanização do *progresso* industrial (o trabalho de equipe em departamento de pesquisas, etc.), esse elemento, e com ele o mais importante pilar da posição econômica da classe capitalista, está destinado a desmoronar-se eventualmente. (SCHUMPETER, 1961, prefácio à 2ª Ed., grifo do autor).⁶⁵

Contudo, o processo de aniquilação do excedente não é imediato, pois, de outro modo, não haveria estímulos a inovar. Durante a propagação da inovação, o incentivo a produzir cada vez mais conduz, conseqüentemente, ao desaparecimento do “excedente do empresário em questão e de seus seguidores imediatos [...]. Não em seguida, é verdade, mas, em regra, apenas após um período maior ou menor de *diminuição progressiva*” (SCHUMPETER, 1997, p. 132, grifo nosso).⁶⁶

O lucro que o empresário inovador, ou a grande empresa, aufera a partir das inovações é estratégico – ou, para usar a terminologia de Schumpeter: o lucro possui uma função orgânica (Cf. Schumpeter, 1961) – pois, esses lucros, e também período de posição privilegiada, são empregados como meio de *permanecer* sob a condição de monopólio (ou deter uma posição privilegiada, no caso da concorrência oligopolística), conforme citação:

⁶⁵ O “trabalho de equipe” que é citado entre parênteses expõe uma das questões que difere sua abordagem na TDE do *Capitalismo, Sociedade e Democracia* e do *Business Cycles*, dado que, os esforços de inovação não mais partem, exclusivamente, da figura do empreendedor – como é tratado na TDE – pois, as inovações passam a ser desenvolvidas a partir de investimentos realizados dentro das grandes empresas.

⁶⁶ Será empregado o termo “imitadores” ao invés de “seguidores” com referência aos empresários que imitam as inovações bem-sucedidas.

A principal vantagem para uma firma na posição de vendedora única, obtida por patente ou estratégia monopolista, não consiste tanto na oportunidade de agir temporariamente de acordo com o esquema monopolista, mas na proteção que consegue contra a desorganização temporária do mercado e o espaço de tempo que garante para um planejamento a longo prazo. (SCHUMPETER, 1961, p. 132)

Todavia, de um modo geral, os lucros dos empresários declinarão até que a nova produção – ou novo produto – passe a pertencer ao fluxo circular, caracterizado pela inexistência de lucros.⁶⁷ Entretanto, como foi discutido na subseção anterior, os esforços agressivos das grandes empresas inovadoras faz com que elas se tornem protagonistas desse processo, “por isso mesmo, há ou pode haver uma característica autenticamente monopolista nos lucros privados que constituem os prêmios oferecidos pela sociedade capitalista ao inovador vitorioso” (SCHUMPETER, 1961, p. 132).

Por outro lado, os lucros são a principal fonte de pagamento dos juros, que também estão incluídos nos custos de produção,⁶⁸ de modo que os próprios excedentes da produção são divididos em dois grupos o lucro empresarial e as “repercussões do desenvolvimento” (SCHUMPETER, 1997).⁶⁹ “O desenvolvimento, pois — de algum modo — leva de roldão uma parte do lucro do capitalista. O juro funciona como um tributo sobre o lucro.” (SCHUMPETER, 1997, p. 170).

Na TDE Schumpeter explica que próximo ao término do processo concorrencial entre os empresários imitadores do empresário inovador, tem-se que o valor em dinheiro do “juro será igual ao lucro do ‘último empresário’, que é simplesmente aquele que espera da realização de seu projeto um lucro apenas suficiente para tornar possível o pagamento do juro” (SHUMPETER, 1997, p. 185).

Todavia “a possibilidade do lucro, portanto, e com ela a ‘demanda potencial’, não tem limite definido. Conseqüentemente a demanda [por crédito] a um juro nulo seria sempre maior do que a oferta [de crédito], que é sempre limitada” (SHUMPETER, 1997, p. 187). Mas

⁶⁷ A não ser nos casos especiais citados na TDE e no *Business Cycles* e aqui referenciados na seção 3.1.1.2.

⁶⁸ Mas o juro é um tipo de custo diferenciado dos demais, tendo em vista que o juro só existe com o desenvolvimento, pois é a remuneração do crédito que foi adquirido pelo empresário para ser transformado em capital, com a finalidade de efetivar a produção inovativa. Todavia, o juro não é o lucro e nem vice-versa, eles não se equivalem, uma vez que possuem naturezas diferentes. Esse tema será tratado mais a frente, na seção 3.2.5.

⁶⁹ Claro que em se tratando das grandes empresas, os lucros são, em parte, reinvestidos na produção, contudo, para Schumpeter a empresa não dispõe apenas de capital próprio para realizar seus investimentos, uma vez que a criação de crédito pelos bancos é representativa na análise de Schumpeter – característica que perpassa toda sua obra. Conforme citação: “Naturalmente este não é o único método de financiar melhoramentos técnicos. Mas é praticamente o único que Marx considerou. Uma vez que é de fato um método muito importante, podemos nisto segui-lo, embora existam outros, especialmente o de empréstimos bancários, isto é, criando depósitos, que produzem conseqüências próprias, cuja inserção seria realmente necessária, se se tratasse de traçar um quadro correto do processo capitalista” (SCHUMPETER, 1961, p. 44).

é aqui que entra a questão das atribuições do empresário de Schumpeter, pois, “essas possibilidades de lucro são impotentes e irreais se não se apoiarem na personalidade do empresário” (SCHUMPETER, 1997, p. 187-188).

Sob esse prisma, o lucro só surge no sistema econômico por meio da atitude empreendedora do empresário e/ou da grande empresa em realizar uma inovação de sucesso e isso só é possível mediante o seu controle sobre os meios de produção. Chega-se então a questão da disposição e do controle sobre os meios de produção já existentes e em utilização dentro do fluxo circular e que são necessários à realização das novas combinações, seja para emprego direto ou não.

Ocorre que, os detentores do controle dos meios de produção são, em geral, os empresários das firmas antigas, que possuem tanto o capital traduzido em bens produtivos, como também o decorrente dos lucros provenientes de desenvolvimentos anteriores.⁷⁰ Por outro lado, se o clássico empresário inovador de Schumpeter⁷¹ não tem os meios de produção, nem reservas de lucros anteriores (fundos), então deverá recorrer, necessariamente, ao *crédito*.⁷²

3.2.3 Inovação e crédito

Em Schumpeter, o crédito desempenha uma função fundamental no processo de desenvolvimento da economia. Representa o poder de compra, que será empregado na aquisição dos meios de produção utilizados para a fabricação do novo bem, desenvolvimento de um novo método ou qualquer que seja a atividade inovadora que se pretenda empreender dentre as anteriormente definidas.

Na TDE o autor considera que

a concessão de crédito opera nesse sentido como uma ordem para o sistema econômico se acomodar aos propósitos do empresário, como um comando sobre os bens de que necessita: significa confiar-lhe forças produtivas. *É só assim que o desenvolvimento econômico poderia surgir a partir do mero fluxo circular em equilíbrio perfeito.* E essa função constitui a *pedra angular para a moderna estrutura de crédito* (SCHUMPETER, 1997, p. 111, grifo nosso).

Em outras palavras: a concessão do crédito permite a *mudança do eixo de decisões e controle* das atividades do sistema, rompendo-o. Na realidade, todos os meios de pagamento

⁷⁰ Entra aqui a questão já citada de que parte dos lucros das inovações bem sucedidas no passado serão empregados na realização de outras inovações, uma vez que a empresa atuará para defender o mercado em que atua da concorrência real, e mesmo potencial. Conforme já citado também, o empresário também dispõe do crédito bancário para esses fins.

⁷¹ Aquele desenvolvido na TDE e também citado em *Business Cycles*.

⁷² Conforme já citado também, o grande empresário também dispõe de acesso ao crédito bancário para investir.

recebem um significado especial no processo de desenvolvimento, o economista sustenta que “é claro que se alguém fosse dizer que o dinheiro é apenas um meio para facilitar a circulação dos bens e que nenhum fenômeno importante pode estar ligado a ele, isso seria falso.” (SCHUMPETER, 1997, p. 102).

Schumpeter afirma ainda que “ninguém pode me acusar de contrariar a afirmação de Ricardo de que as ‘operações bancárias’ não podem aumentar a riqueza de um país” (SCHUMPETER, 1997, p. 104), pois, *o crédito aumenta, de fato, os meios de pagamento da economia*, de modo que os meios *criados* entram e atuam no fluxo circular, lado a lado com os meios já em circulação.

O fornecimento do crédito ao empresário “é exatamente a função daquela categoria de indivíduos que chamamos de ‘capitalistas’” (SCHUMPETER, 1997, p. 79). Sendo que os mesmos também são, assim como o empresário, protagonistas do desenvolvimento, de modo que o próprio “sistema de crédito capitalista cresceu e prosperou a partir do financiamento de combinações novas em todos os países, mesmo que de forma diferente em cada um” (SCHUMPETER, 1997, p. 80).

Ao destacar a importância das funções creditícias para a economia capitalista, o economista desafia a ortodoxia quanto a importância do crédito para o desenvolvimento da indústria, conforme citação:

Nem mesmo a ortodoxia mais conservadora dos teóricos pode negar que a estrutura da indústria moderna não poderia ter sido erigida sem ele, que ele torna o indivíduo até certo ponto independente dos bens herdados, que o talento na vida econômica “cavalga sobre suas dívidas, em direção ao sucesso” (SCHUMPETER, 1997, p. 79).

Ao destacar que “*vida econômica ‘cavalga sobre suas dívidas, em direção ao sucesso’*”, reitera a importância do *adiantamento de rendas futuras*, o crédito, para a promoção do processo de desenvolvimento da economia.

Segundo Possas (1987, p. 175, grifo do autor)

O fenômeno *crédito* que interessa a Schumpeter conceituar é o associado à *criação* de direitos sobre os frutos da produção futura, mediante à transferência de *poder aquisitivo prévio* à existência dos bens que supõem lastreá-lo. O devedor típico do capitalismo é, por conseguinte, o empresário, e o credor, os bancos.

Desse modo, Schumpeter aponta que há uma conexão estabelecida entre o crédito e a realização das inovações, por compreender que

é tão claro *a priori* como está estabelecido historicamente que o *crédito é primariamente necessário às novas combinações* e que é por estas que ele força seu caminho dentro do fluxo circular, de um lado, porque foi necessário originalmente para a fundação do que agora são as empresas antigas, e de outro, porque seu

mecanismo, uma vez em funcionamento, também se apodera das combinações antigas por razões óbvias (SCHUMPETER, 1997, p. 80, grifo nosso).

Então, o crédito é essencial “na realização de combinações novas, o ‘financiamento’, como um ato especial, é fundamentalmente necessário, na prática como na teoria” (SCHUMPETER, 1997, p. 80).

Na prática, o crédito é empregado para retirar meios produtivos já empregados no fluxo circular e alocá-los na produção das novas combinações. Essa ideia torna-se mais clara ao se observar que os meios necessários à produção da inovação já existem, só que estão alocados na produção já estabelecida dentro do fluxo circular.

Identifica-se aqui mais uma divergência entre Schumpeter e as teorias tradicionais: enquanto que para Schumpeter o problema é realocar os meios produtivos já existentes, ou produzir, por meio deles, os necessários; para a vertente tradicional a questão é a escassez dos “dos meios produtivos necessários para processos produtivos novos, ou, na verdade, para qualquer processo produtivo, e, portanto, essa acumulação [acumulação de capital, poupança] torna-se uma função ou serviço distinto” (SCHUMPETER, 1997, p. 80).

De sorte, pode-se apontar outra divergência: o aumento nos preços dos bens produtivos⁷³ no sistema clássico provocaria uma realocação nos fatores de produção, com a finalidade de tornar a produção mais barata, ou, no mínimo, manter o custo igual ao período sem elevação de preços, podendo, no limite, combinar os insumos de produção por meio da substituição plena de um fator produtivo em detrimento de outro. De modo discrepante, em Schumpeter, o aumento de preços dos fatores de produção, ocasionado pelo acréscimo dos meios de pagamento, conduz a realocação desses em *outras e novas* matrizes produtivas, para produzir *novos* bens de consumo a serem inseridos no mercado.⁷⁴

Todavia, não é possível afirmar que o aumento do poder de compra no sistema não poderia resultar na realocação dos fatores produtivos em novas combinações, uma vez que o crédito, tal qual é tratado aqui, é concedido *apenas* ao empresário.⁷⁵

No quesito *crédito*, Schumpeter deseja ressaltar, sobretudo, que apesar de se tratar de um meio de propiciar a inserção de novas combinações no seio do sistema econômico, todo o

⁷³ Proporcionado pela maior oferta de poder de compra, devido à introdução do crédito cedido ao empresário.

⁷⁴ Isso fica evidente diante da inflexibilidade da função de produção de Schumpeter, discutida na seção 3.1.1.1.

⁷⁵ “Uma vez que toda espécie de extensão de crédito para fins de ‘inovações’ é por definição a concessão de crédito ao *empresário*” (SCHUMPETER, 1997, p. 108) “ninguém além do empresário precisa de crédito [...] o crédito serve ao desenvolvimento industrial” (*ibid*, p. 107).

processo que ocorre na esfera monetária é fundamentalmente importante no processo de desenvolvimento. A citação abaixo ilustra este aspecto:

embora o significado e o objeto desse processo repouse num movimento dos bens de seus antigos usos em direção aos novos, não pode ser descrito inteiramente em termos de bens, sem que se passe por cima de *algo essencial que acontece na esfera do dinheiro e do crédito e do que depende a explicação de fenômenos importantes na forma capitalista de organização econômica*, em contraste com outros tipos (SCHUMPETER, 1997, p. 81, grifo nosso).

Dessa passagem, depreende-se uma diferença importante entre as abordagens de Schumpeter e as tradicionais: na análise do primeiro os acontecimentos da esfera financeira são capazes de elucidar e propiciar eventos importantes do sistema capitalista; porém, não no sentido de causar distúrbios temporários no equilíbrio do sistema econômico, mas sim, no sentido de que *permite o acontecimento de eventos que modificarão o equilíbrio*, conduzindo a economia a novos patamares de produção, renda e evolução, por fim, modificando a configuração do sistema.

Surge então uma questão: de onde provêm os recursos que serão ofertados na forma de crédito? Schumpeter coloca a existência de duas fontes básicas: fundos previamente existentes e a *criação* de fundos. A primeira categoria *não* corresponde ao que os clássicos designam como *poupança*, tendo em vista que, como já foi discutido, não há razões (e nem recursos) para poupar no fluxo circular, de modo que os fundos previamente existentes são resultados de inovações bem sucedidas no passado, e não da postergação do consumo presente. A segunda fonte corresponde ao crédito bancário. Não que o setor bancário exerça sua função apenas diante da ausência de fundos prévios – embora seja, para o autor, a principal fonte para financiamentos – todavia, o artifício de assumir a inexistência de fundos anteriores é empregado pelo economista para evidenciar o papel do setor bancário, entre outros fatores (Cf. pag. 74-75 da TDE).

Para Schumpeter, os bancos são capazes de ir além de transformar o poder de compra já existente no sistema em diferentes tipos de meios de pagamentos: o setor bancário é capaz de *criar* recursos a partir do nada, pois “*a possibilidade de conceder crédito não está limitada pela quantidade de recursos líquidos existentes, independentemente da criação para o próprio propósito de concessão de crédito, nem pela quantidade de bens existentes*” (SCHUMPETER, 1997, p.115, grifo nosso).

Em, *History of Economic Analysis*, Schumpeter afirma que “it is much more realistic to say that the banks ‘create credit’, that is, that they create deposits in their act of lending, than to say that they lend the deposits that have been entrusted to them” (SCHUMPETER,

2006, p. 1080). Advogando mais uma vez a não limitação da cessão de crédito aos depósitos previamente existentes em poder do banco.

Reforçando a idéia, Schumpeter argumenta que

É sempre uma questão não de transformar o poder de compra que já existe em propriedade de alguém, mas da criação de novo poder de compra a partir do nada — a partir do nada mesmo que o contrato de crédito pelo qual é criado o novo poder de compra seja apoiado em garantias que não sejam elas próprias meio circulante — que se adiciona à circulação existente. E essa é a fonte a partir da qual as novas combinações freqüentemente *são* financiadas e a partir da qual teriam que ser financiadas *sempre*, se os resultados do desenvolvimento anterior não existissem de fato em algum momento. (SCHUMPETER, 1997, p. 82, grifo do autor).

Ressalta-se que, do ponto de vista econômico, existe uma diferença fundamental entre esses meios de pagamento criados para financiar novas combinações e os meios monetários do fluxo circular: não há, com relação ao primeiro, certificado de garantia de produção, nem de que o produto social tornou-se maior após a referida produção, em outras palavras, não é possível oferecer garantia de que o produto é aceito e consumido no mercado, porque, efetivamente, ainda não foi produzido. Ao passo que os meios monetários do fluxo circular estão atrelados à produção e ao consumo dos bens já existentes.

O banqueiro aqui não exerce a mera função de ‘curador’ dos recursos alheios, não sendo, portanto, apenas um intermediário entre o demandante de recursos e os próprios, é, antes de tudo, ‘*um produtor*’ do poder de compra.⁷⁶

Para Schumpeter, o banqueiro é a versão evoluída do capitalista ou mesmo o seu agente, uma vez que

como *toda poupança e fundos* de reserva hoje em dia afluem geralmente para ele e nele se concentra a demanda de poder livre de compra, *quer já exista, quer tenha que ser criado, ele substitui os capitalistas privados ou tornou-se o seu agente; tornou-se ele mesmo o capitalista par excellence*. Ele se coloca entre os que desejam formar combinações novas e os possuidores dos meios produtivos. (SCHUMPETER, 1997, p. 83, grifo nosso).

O banqueiro é um dos protagonistas do desenvolvimento, na medida em que “torna possível a realização de novas combinações, autoriza as pessoas, por assim dizer, em nome da sociedade, a formá-las” (SCHUMPETER, 1997, p. 83).

Schumpeter (1939) ainda afirma que os bancos, para realizarem adequadamente suas funções de criação de crédito para financiar a inovação, devem ser independentes, ou seja, não se envolverem nas relações de lucro do empreendimento inovador, bem como não devem atuar sob pressão de políticas do governo.

⁷⁶ “Portanto, o banqueiro não é primariamente tanto um intermediário da mercadoria “poder de compra”, mas um *produtor* dessa mercadoria.” (SCHUMPETER, 1997, p. 83)

Mas, isso não implica que o sistema bancário aja de forma completamente desregrada, uma vez que, “for the banking system as a whole the limit may be defined by the necessity of keeping the unit of account at par with the unit of legal tender, i.e., in our case, a certain quantity of gold.” (SCHUMPETER, 1939, p. 121).

Em *Business Cycles*, Schumpeter explica que, ademais esse limite não é facilmente identificável em razão de que, aspectos difíceis de medir, entre outras razões, podem dificultar a percepção desse limite por parte dos próprios bancos, isso, por sua vez tem a capacidade de alterar a de criação crédito pelo sistema bancário. Schumpeter elenca tais aspectos como a i) possibilidade de reembolso; ii) a ausência de algumas normas legais ou habituais e iii) a elasticidade da criação de crédito.

Uma vez que a economia esteja em um *boom*, a possibilidade de reembolso pode ser maior do que em outros cenários, no mesmo sentido, a ausência de regras por parte da Autoridade Monetária tende a facilitar o processo de criação de crédito nesses períodos. Quanto à elasticidade da criação de crédito tem-se que “*particularly over time*, [o limite tende a ser] *extremely elastic. A bank does not expand its credits singlehanded. It does so when others do the same*” (SCHUMPETER, 1939, p. 122).

Portanto, com a proposição da criação de crédito por parte dos bancos, Schumpeter pretende mais do que limitar os bancos em uma função rígida de criação de poder de compra, na medida em que os bancos passam a fazer parte, de forma ativa, do processo evolucionário do sistema capitalista. De tal modo,

the theory of ‘credit creation’ not only recognizes patent facts without obscuring them by artificial constructions; it also brings out the peculiar mechanism of saving and investment that is characteristic of fullfledged capitalist society and the true role of banks in capitalist evolution. (SCHUMPETER, 2006, p. 1080)

Na análise do fluxo circular especificada na TDE e de acordo com o que foi exposto anteriormente, o crédito, dinheiro e capital aparecem basicamente como a mesma coisa, todavia, o fenômeno do desenvolvimento requer uma análise mais cuidadosa desses elementos. Como foram trabalhados os aspectos principais relacionados ao crédito, deve-se também definir como o capital e o dinheiro encaixam-se no processo de desenvolvimento e qual a sua relação com a inovação.

3.2.4 Inovação, capital e dinheiro

Iniciar-se-á com a definição genérica de capital apresentada por Schumpeter na TDE:

O capital não é nada mais do que a alavanca com a qual o empresário subjuga ao seu controle os bens concretos de que necessita, nada mais do que um meio de

desviar os fatores de produção para novos usos, ou de ditar uma nova direção para a produção. Essa é a única função do capital e por ela se caracteriza inteiramente o lugar do capital no organismo econômico. (SCHUMPETER, 1997, p. 118, grifo do autor)

Pode-se dizer, então, que o capital é, na realidade, uma parcela dos meios de pagamento, ou seja, “apenas os que efetivamente cumprem a função característica em que estamos interessados” (SCHUMPETER, 1997, p. 123). Tal restrição deve-se à natureza do que se tem discutido até aqui sobre a capacidade dos meios de pagamento de promover a realocação dos recursos produtivos existentes no sistema, de modo que, se essa função não for executada, os meios de pagamento serão apenas instrumentos de troca dentro do fluxo circular.

Nas palavras de Schumpeter (1997, p. 123, grifo nosso):

Num sistema econômico sem desenvolvimento não há portanto nenhum “capital”; ou, exprimindo de outra maneira, o capital não cumpre a sua função característica, não é um agente independente. Ou, dito ainda em outras palavras, as várias formas de poder de compra em geral não constituem capital nesse ponto; são simplesmente meios de troca, meios técnicos para a realização de trocas habituais.

“No desenvolvimento que introduz esse novo agente, o capital, no processo econômico, deve haver ainda um terceiro mercado em que ocorre algo interessante, o mercado de capital.”⁷⁷ (SCHUMPETER, 1997, p. 124).

Ao colocar suas considerações acerca da relação teórica entre o mercado monetário e o de capital, Schumpeter aceita a igualdade entre os termos “mercado monetário” e “mercado de capitais”, por entender que “o mercado de capital é a mesma coisa que o fenômeno que a prática descreve como mercado monetário” (SCHUMPETER, 1997, p. 124), pois no processo em análise não há nenhum outro mercado de capital. Ele aceita, no máximo, a definição de *Spiethoff*,⁷⁸ ao “distinguir o mercado de capital, como o mercado para o poder de compra de longo prazo, do mercado monetário, como o mercado para empréstimos a curto prazo. Mas o poder de compra é a mercadoria de ambos” (SCHUMPETER, 1997, p. 125) e, como será visto adiante, o custo do crédito nas duas situações é considerado na decisão de investimento do empresário.

⁷⁷ Por já terem sido abordados nas outras seções, ainda que de modo indireto, os outros mercados que se conhecia até então são: os mercados para os serviços do trabalho e da terra e para bens de consumo.

⁷⁸ Essa posição representa, de certo modo, algo cômodo para o autor, por não ter desenvolvido, ele mesmo, uma teoria completa para o mercado monetário até a TDE. (Cf. TDE, p. 125). Não que ele tenha realizado totalmente essa tarefa em *Business Cycles*, mas, esse livro oferece um aporte maior sobre a moeda e o respectivo mercado, por isso, na oportunidade da discussão acerca do juro no processo de desenvolvimento (seção 3.2.5.) a obra será citada com maior ênfase que a TDE.

O dinheiro no processo de desenvolvimento é um dos meios de pagamento que também estão envolvidos com a atividade inovadora, mesmo os meios de pagamento diferentes do dinheiro estão calculados em dinheiro, de modo que, quaisquer alterações na natureza econômica⁷⁹ serão refletidas em seu preço. Quaisquer transações ocorridas nessa economia em mutação estarão sendo realizadas em dinheiro e em *termos* de dinheiro, assim, “o dinheiro e seus substitutos tornam-se um fator essencial e exprimimos isso ao *descrevê-los como capital*.” (SCHUMPETER, 1997, p. 123)

Com o fenômeno do desenvolvimento, o crédito bancário do empresário entra no universo monetário das transações corriqueiras do fluxo circular, todavia, isso não compromete a distinção entre as transações do mercado monetário pertencentes ao fluxo circular das do desenvolvimento. “Apenas estas últimas são fundamentais; as primeiras são acrescentadas a elas e de qualquer modo o fato de que apareçam no mercado monetário é meramente uma conseqüência do desenvolvimento.” (SCHUMPETER, 1997, p. 125).⁸⁰

No mercado monetário, o que de fundamental acontece é, pelo lado da demanda o aparecimento de empresários em busca de financiamento para seus projetos de inovações e, do lado da oferta, produtores e negociantes de poder de compra (banqueiros). As transações são, na realidade, trocas de poder de compra presente por futuro.

Em *Business Cycles*, Schumpeter acrescenta que, essas transações são realizadas no que ele chama de *Open Market*, mas que, por traz desse, existe um outro mercado, designado como *Central Market*, que é constituído por “transactions between the bankers' banks and their banking customers, which but indirectly influence the Money market proper, except for any operations that the former may undertake in the open market.” (SCHUMPETER, 1939, p. 128).

Na TDE, Schumpeter faz questão de ressaltar que os empresários *não* são indiferentes com relação ao preço do crédito de curto prazo, por ser de longo prazo o crédito do qual precisam, pois, de fato, eles não adquirem todo o crédito necessário em uma única transação, geralmente, é indispensável recorrer ao mercado de crédito algumas vezes, até mesmo durante

⁷⁹ Fenômeno altamente recorrente em uma economia em processo de desenvolvimento, por envolver o rompimento do sistema antigo em detrimento da inserção de novos modos de produzir, comercializar e etc., o que acaba originando uma sorte de erros não previsíveis, especulações e outras instabilidades.

⁸⁰ “Evidentemente que devemos recordar que a influência das relações internacionais nas quais todo sistema econômico se insere, e da intervenção não-econômica, à qual todo sistema econômico está exposto, são desprezadas aqui, para abreviar e simplificar a exposição” (SCHUMPETER, 1997, p. 126).

o processo de produção devido o surgimento de fatos inesperados,⁸¹ em face disso, torna-se clara a concepção, colocada no início da discussão, de que os dois mercados, monetário e financeiro, seriam, basicamente, a mesma coisa no âmbito do que se deseja analisar.

Se o empresário analisa tanto o custo do crédito de longo como o de curto prazo, tem-se aí um aspecto significativo: a presença de riscos e imprevisibilidades no mercado, aspecto quase que completamente ausente no fluxo circular. Segundo Schumpeter (1997, p. 126, grifo nosso)

os especuladores freqüentemente conservam ações, especialmente de novos empreendimentos, com esse crédito de curto prazo, que pode ser *concedido hoje e negado amanhã*. Podemos observar dia a dia como os requisitos de crédito da indústria se manifestam e como o *mundo bancário às vezes apóia e encoraja e às vezes refreia a demanda*. Enquanto em *outros mercados a demanda*, assim como a *oferta*, mostra certa *constância, mesmo no desenvolvimento*, aqui *surpreendentemente aparecem dia a dia grandes flutuações*.

Surge então, na análise de Schumpeter, uma característica importante, em comparação com as teorias desenvolvidas no mesmo horizonte temporal: *o poder da especulação, refletido nos meios de pagamento, sobre a decisão de produção real e de longo prazo dos empresários, em outras palavras: a influência da esfera monetária nas decisões de produção da esfera real da economia*.

Para finalizar as considerações sobre o capital e o dinheiro e sua relação com a inovação no processo de desenvolvimento, deve-se arrematar que⁸²

a função principal do mercado monetário ou de capital é o comércio de crédito com o propósito de financiar o desenvolvimento. O desenvolvimento cria e alimenta esse mercado. No curso do desenvolvimento lhe é atribuída ainda uma outra, ou seja, uma terceira função: *ele se torna mercado das próprias fontes de rendimentos*. (SCHUMPETER, 1997, p. 127, grifo nosso).

Desejando ainda deixar claro que “a venda de tais fontes de retornos representa um método de adquirir capital, e a sua compra um método de empregar capital, conseqüentemente a negociação de fontes de retornos não pode ser muito afastada do mercado monetário.” (SCHUMPETER, 1997, p. 127).

Ainda falta tecer considerações acerca de um elemento integrante do mercado monetário, que esteve em discussão nessa subseção: os juros.

⁸¹ Algo completamente identificável em qualquer situação em seja necessário lidar com coisas novas, nunca experimentadas antes.

⁸² Para ver mais sobre a leitura de Schumpeter da moeda, bem como suas críticas às teorias monetárias ver o Cap. 8, Money, Credit, and Cycles, de Schumpeter (2006).

3.2.5 Inovação e juros

Como já foi citado,⁸³ o fluxo circular não acomoda o fenômeno dos juros, pois sua existência e seu pagamento estão ligados ao processo de desenvolvimento, o juro que interessa a Schumpeter aqui é o juro produtivo, não que as oscilações da taxa de juros relacionadas aos empréstimos dos consumidores e do governo sejam insignificantes, mas é que o crédito concedido ao empresário relacionado ao financiamento da inovação é que interessa.⁸⁴

Segundo Schumpeter (1939, p. 125)

in the sphere of business, innovation is the pillar of interest, both because the profit it yields to the successful entrepreneur is the typical reason for a readiness to pay interest – for looking upon present dollars as a means of getting more dollars in the future – and because, as we have seen, borrowing is, in the situation of an entrepreneur, the typical means of getting those present dollars. (SCHUMPETER, 1939, p. 125)

Pode-se ir ainda mais a frente no estreitamento dos laços entre os juros e a inovação ao entender-se que os lucros (e outros ganhos relacionados) são “the only source of interest payments and the only “cause” of the fact that positive rates of interest rule in the markets of capitalist society” (SCHUMPETER, 1939, p 125). Em outras palavras: “*as far as profits are the basic fact about interest and both its source and its ‘cause’*” (SCHUMPETER, 1939, p 129).

A natureza das rendas provenientes dos juros é diferenciada de outros tipos de renda, uma vez que os juros são *pagamentos* pelos *recursos* com os quais se pagam insumos produtivos, mercadorias ou serviços, destinados à atividade inovativa, mas *não são* pagamentos pelas próprias mercadorias em si. É por esse motivo que, do ponto de vista do credor (banqueiros e/ou capitalistas) os juros são uma espécie de renda potencialmente permanente, comparada aos lucros provenientes da produção industrial ou do comércio que costumam ser temporários. Embora seja necessário o esforço do credor em alocar cuidadosamente seus recursos de oportunidade em oportunidade para manter a permanência de sua renda, tendo em vista que as inovações oscilam entre as gerações (SCHUMPETER, 1939, p. 127). Schumpeter emprega essas observações para que se entenda que o juro não é preço de fator de produção “in the same sense in which wages are a price of the services of labor” (SCHUMPETER, 1939, p. 127).

⁸³ Na seção “3.1.1.3. Juros e poupança” desse mesmo capítulo, durante a descrição do fluxo circular. Assim, algumas características básicas foram tratadas na ocasião, de modo que, aqui, o foco será detido no papel dos juros no processo de desenvolvimento.

⁸⁴ Isso remete a um aspecto que já foi citado aqui: o devedor clássico da economia capitalista é o empresário.

Todavia, “*no business venture yields eternal surpluses, as any lender is bound to find out to his cost*” (SCHUMPETER, 1939, p. 127), assim, Schumpeter aponta a inconsistência da teoria tradicional do juro, relacionada ao que ele chama de “teoria da abstinência”, pela qual se justificam, grosso modo, os movimentos e preços dos juros, bem como seu comportamento de tendência a uma taxa natural de longo prazo.

Para Schumpeter, as interpretações tradicionais que consideram a existência de duas taxas de juros, uma “nominal” e outra “real, ou natural”, expressam “the necessity of reconciling a nonmonetary theory with obvious facts of the sphere of money and credit” (SCHUMPETER, 1939, p. 128).

A única diferenciação entre as duas taxas que Schumpeter assume é a “tradução” do juro e dos itens de capital de qualquer operação de empréstimo em termos reais por meio da dedução da variação esperada em um índice de preços, derivando, portanto, as expectativas; o mesmo artifício pode ser empregado para encontrar a taxa real de juros atual. Mas, para ele, taxa nominal e real aqui são modos diferentes de medir a mesma coisa, “or, if we prefer to speak of different things even in this case, it is the monetary rate which represents the fundamental phenomenon, and the real rate which represents the derived phenomenon.” (SCHUMPETER, 1939, p. 129).

Percebe-se então que, a mensuração que mais interessa à Schumpeter é a que se dá no mercado monetário, conforme citação presente em *Business Cycles* (SCHUMPETER, 1939, p. 129): “*Hence, the money market with all that happens in it acquires for us a much deeper significance than can be attributed to it from the standpoint just glanced at.*”

Contudo, o autor faz uma colocação que é importante destacar aqui: “It [money market] becomes the heart, although it never becomes the brain, of the capitalist organism” (SCHUMPETER, 1939, p. 129). Essa característica deve-se ao fato de que a teoria do desenvolvimentista de Schumpeter, e mesmo a sua teoria dos ciclos econômicos, foca no setor não monetário da economia, principalmente no setor industrial.⁸⁵ Ainda que o mercado monetário represente o modo como os agentes se sentem e reagem diante das mudanças ocorridas.

Entende-se que o discutido até aqui sobre a natureza do juro é o suficiente para a análise que se pretende realizar nesta dissertação. Dispõe-se, agora, dos instrumentos e

⁸⁵ Embora o setor comercial também seja citado no segundo tipo de “novas combinações”, presente na TDE e referenciado nesse capítulo na seção 3.2.1.

pressupostos teóricos básicos necessários para entender a descrição de Schumpeter sobre o comportamento cíclico da economia capitalista, assunto da próxima seção.

3.3 Ciclos em Schumpeter⁸⁶

A teoria dos ciclos de Schumpeter é baseada, como citado anteriormente, em sua teoria do desenvolvimento,⁸⁷ fenômeno alavancado pelas inovações ou novas combinações realizadas pelos empreendedores que rompem com o fluxo circular e provoca mudanças fundamentais e permanentes no sistema. Sua explicação dos ciclos não está baseada numa descrição dos fatos inerentes às crises (pânico, crise de confiança, etc.), uma vez que, para ele, esse tipo de abordagem não explica nada.

Schumpeter afirma que sua teoria dos ciclos explica

o fenômeno das flutuações econômicas – quer estejam realmente ocorrendo agora, quer não – somente por uma corrente de causação objetiva que percorre automaticamente o seu curso, ou seja, pelo efeito do aparecimento de novos empreendimentos sobre as condições dos já existentes, uma corrente de causação que decorre dos fatos explicados no capítulo II [intitulado “O Fenômeno Fundamental do Desenvolvimento Econômico”, que, para ele, é a *inovação*]. (SCHUMPETER, 1997, 202).

No que tange à periodicidade, o economista divide-a em dois tipos:⁸⁸ i) o simples fato de que um *boom* é seguido por uma depressão e que toda depressão é seguida por um *boom*; e ii) a duração efetiva do ciclo, que é algo que nenhuma teoria é capaz de explicar, pois depende dos fatos concretos inerentes a cada caso. Assim, sustenta que sua teoria oferece uma resposta geral para a questão da periodicidade:

o *boom* termina e a depressão começa após a passagem do tempo que deve transcorrer antes que os produtos dos novos empreendimentos possam aparecer no mercado. E um novo *boom* se sucede à depressão, quando o processo de reabsorção das inovações estiver terminado. (SCHUMPETER, 1997, 202).

As condições prévias para o aparecimento dos empresários também são descritas pelo autor na TDE:⁸⁹

⁸⁶ No capítulo “Inovações, mudança estrutural e o componente de tendência da dinâmica”, Possas (1987) oferece uma crítica à teoria dos ciclos de Schumpeter, apresentando também uma interpretação alternativa da mesma. Todavia, não se entrará nessa questão, tendo em vista que não está entre os objetivos dessa dissertação discutir as críticas ou interpretações alternativas da teoria dos ciclos de Schumpeter. Tão somente, limitar-se-á à apresentar a teoria dos ciclos econômicos desenvolvida por Schumpeter, subsídio fundamental à análise proposta nessa dissertação, que é apontar aproximações de visões no tocante ao papel central que tem as inovações nas teorias dos ciclos de Schumpeter e Minsky.

⁸⁷ O termo “desenvolvimento”, empregado principalmente na TDE, pode ser considerado análogo à terminologia “evolução”, que é empregada nas outras obras do autor.

⁸⁸ Ao posicionar-se diante de uma crítica de Loewe. (Cf. Schumpeter, 1997, introdução do capítulo 6).

⁸⁹ De modo muito mais decisivo na 2ª edição da TDE, para fazer frente às críticas recebidas pela edição anterior, formuladas por Loewe e Lederer. (Cf. *Ibid*)

As condições nas quais os empresários podem aparecer – deixando-se de lado as condições econômicas e sociais gerais da economia concorrencial – estão apresentadas no capítulo II e podem ser formuladas incompleta e brevemente como a existência de *novas* e mais *vantajosas possibilidades* do ponto de vista econômico privado – uma condição que deve ser sempre cumprida; a *acessibilidade limitada* dessas possibilidades por causa das qualificações pessoais e circunstâncias exteriores que são necessárias, e uma situação econômica que permite um *cálculo razoavelmente confiável*. (SCHUMPETER, 1997, 203, grifo nosso).

Identificam-se aqui três condições que podem ser condensadas em uma só observação: *o período de relativa estabilidade (fluxo circular) “aguça” as habilidades empresariais para a realização de novas combinações, diante da possibilidade de aferição de lucros, inexistentes no momento corrente.*

Com o intuito de explicitar suas proposições, na TDE Schumpeter compara seu modelo de ciclos ao modelo de Spiethoff, que, em sua interpretação, converge em muitos pontos, a saber: i) o fundamental a ser explicado são as flutuações econômicas em forma de onda e não as crises em si; ii) o desenvolvimento econômico toma a forma de fases alternadas; iii) o nexos causal (entre as fases do ciclo) começa com o investimento em capital, de modo que o *boom* se materializa na produção de plantas industriais; iii) o *boom* surge porque se “investe em mais capital”, relacionado às inovações, estendendo-se em forma de impulso sobre os outros mercados; iv) a concepção de capital é a mesma, embora haja uma diferenciação com relação à importância da criação do poder de compra na abordagem de Schumpeter, ausente na análise de Spiethoff. Após essas ponderações, Schumpeter acrescenta que “o investimento de capital não é distribuído uniformemente no tempo, mas aparece *en masse* por intervalos. Esse é obviamente um fato muito fundamental e para isso ofereço uma explicação não oferecida por Spiethoff” (SCHUMPETER, 1997, p. 204).

Ainda segundo o economista, a diferença entre seu modelo e o de Spiethoff está no fato de que a circunstância que conduz o *boom* a uma depressão no estudo daquele economista é a superprodução de bens de capital sobre o capital existente e a demanda efetiva, ao passo que a abordagem de Schumpeter observa outra razão: o intenso aparecimento de investimentos em massa sobre os modos antigos de produção, que serão eliminados via concorrência, altera permanentemente de tal modo a configuração do sistema que exige um processo de adaptação especial. (SCHUMPETER, 1997; 1939). Em outras palavras: *a depressão representa o meio de absorção das mudanças – provocadas pelas inovações – no sistema capitalista.*

Ainda na TDE Schumpeter sintetiza sua ideia fundamental sobre os ciclos em algumas questões e suas respectivas respostas, dando atenção especial aos efeitos diretos da inovação,

bem como à própria; embora também trate dos efeitos secundários do processo de desenvolvimento.

Por sua vez, em *Business Cycles*, o tema da evolução do sistema capitalista e seu modelo de ciclos são discutidos mais diretamente. Na obra, Schumpeter expõe sua visão acerca dos modelos de equilíbrio, assim como suas proposições quanto a tendência ao equilíbrio. O *Business Cycles* incorpora outros aspectos indiretos e mais avançados (com relação à TDE) dos ciclos econômicos, bem como expande os já introduzidos na TDE, que são a onda secundária e os ciclos simultâneos. A obra também trabalha com análises estatísticas de estudos de caso de séries temporais.

Possas (1987) se refere a esses dois momentos – efeitos diretos e indiretos do processo de desenvolvimento – tomando a própria expressão de Schumpeter, como “primeira aproximação” e “segunda aproximação”. Para facilitar a exposição da teoria dos ciclos de Schumpeter, o tema será dividido em subseções, conforme segue.

3.3.1. Descrição dos ciclos econômicos em Schumpeter

Possas (1987), considera que na “‘primeira aproximação’ o ciclo só possui duas fases: a ‘prosperidade’ e a ‘recessão’.” (POSSAS, 1987, p. 185). Em que a fase de recessão é responsável por “incorporar, como dados ‘normais’ da atividade econômica, novos produtos e/ou processos, aperfeiçoamentos técnicos, administrativos e comerciais, e assim por diante” (POSSAS, 1987, p. 185).

Na TDE a questão colocada por Schumpeter ao descrever o ciclo econômico é a seguinte: “todo esse desenvolvimento, que estivemos descrevendo, prossegue com uma continuidade ininterrupta, é similar ao crescimento orgânico gradual de uma árvore?” (SCHUMPETER, 1997, p. 204).

De acordo com a experiência, segundo Schumpeter, *não existe um processo contínuo* e imprevistos, dos mais variados, interrompem o caminho para o desenvolvimento. Ao sofrer interrupção, a linha de desenvolvimento traçada até então se altera permanentemente e “uma grande quantidade de valores é aniquilada; as condições e os pressupostos fundamentais dos planos dos dirigentes do sistema econômico se alteram.” (SCHUMPETER, 1997, p. 205). Conseqüentemente, após a recuperação, o desenvolvimento que se segue é algo novo e não uma continuação do anterior.

Disso decorre o entendimento de que as crises em si não são homogêneas,⁹⁰ apesar de apresentarem efeitos e eventos em comum.⁹¹ Do mesmo modo, nem todas as crises, necessariamente, terão uma explicação meramente econômica; podem resultar, por exemplo, de catástrofes naturais e guerras, que provocam a destruição de valores e, conseqüentemente, podem levar a crises econômicas, mas se for aceito que as crises são sempre resultado de fenômenos externos então não há “nenhuma teoria econômica real das crises e nada podemos fazer além de estabelecer simplesmente esses fatos ou, no máximo, tentar classificar essas causas externas das crises” (SCHUMPETER, 1997, p.209).

Portanto, Schumpeter entende que a descontinuidade no processo de desenvolvimento não está necessariamente associada a fatores econômicos, uma vez que existem fatores extra-econômicos que podem provocar crises econômicas, todavia, sua teoria pretende, sobretudo

estabelecer o fato de que há, de qualquer modo, alguns tipos de crises, que são *elementos* ou, pelo menos, *componentes* regulares, se não necessários, de um movimento em forma de onda que alterna períodos de prosperidade e depressão, que têm permeado a vida econômica desde o início da era capitalista (SCHUMPETER, 1997, p. 210, grifo do autor).

Realizadas estas ponderações, Schumpeter reformula a questão colocada no início dessa seção: “por que é que o desenvolvimento econômico, como o definimos, não avança uniformemente como cresce uma árvore, mas, por assim dizer, espasmodicamente; por que apresenta ele esses altos e baixos que lhe são característicos?”, à qual responde:

Exclusivamente *porque as combinações novas não são, como se poderia esperar segundo os princípios gerais de probabilidade, distribuídas uniformemente através do tempo* – de tal modo que intervalos de tempo iguais pudessem ser escolhidos, a cada um dos quais caberia a realização de uma combinação nova – *mas aparecem, se é que o fazem, descontinuamente, em grupos ou bandos.* (SCHUMPETER, 1997, p. 211, grifo do autor).⁹²

O autor justifica o aparecimento dos empresários em bandos, visto que a chegada de um empresário (o pioneiro) facilita a chegada de outro(s), que, por sua vez, facilita a chegada de outro(s) – embora menos qualificados – e assim sucessivamente, reduzindo a rentabilidade do mercado – e isso, por sua vez, ajuda a explicar a não continuidade no aparecimento deles.

Destarte, o aparecimento do empresário com características empreendedoras e não a de simples gestão é definido no capítulo 2 da TDE, de modo que a sua inserção no mercado

⁹⁰ Pois, acontecem em conjunturas distintas; modelos de economia diferentes; condução política desigual entre tantos outros fatores diversos e variáveis.

⁹¹ Falência; pessimismo; ataques especulativos e etc.

⁹² Schumpeter deseja deixar claro que as novas combinações não são os únicos fatores que levam a economia a *booms* e depressões, mas que constituem um fator importante para o comportamento cíclico: “é essencial para a existência de *booms* e depressões, embora seja obviamente muito importante na explicação da amplitude do movimento em forma de onda.” (SCHUMPETER, 1997, p. 212).

“abre” caminho para a entrada de outros empresários mediante a remoção dos obstáculos inerentes à própria atividade inovadora e, à medida que mais empresários lançam-se ao empreendimento, menores esses obstáculos vão se tornando, até que a inovação passa a ser algo comum e sua adoção/aceitação uma livre escolha (SCHUMPETER, 1997).⁹³

A chegada de um empresário “líder”, dotado de capacidade superior a média, lança uma inovação que rompe o fluxo circular estabelecido até então, contudo, o *boom* inicia-se apenas com o aparecimento de empresários em grupos, que seguem o pioneiro. Os empresários imitadores não precisarão de um esforço muito maior para gerar novas combinações. Em seguida, diminui a entrada de novos empresários, enquanto o processo de desenvolvimento começa a solidificar-se. Nas palavras de Schumpeter (1997, p. 216):

quanto mais o processo de desenvolvimento se torna comum e é visto como um simples problema de cálculo para todos os interessados, e quanto mais fracos se tornam os obstáculos, no correr do tempo, menor a “liderança” que será necessária para suscitar inovações. Assim se tornará menos pronunciado o aparecimento conjunto dos empresários e mais suave o movimento cíclico.

O surgimento do *boom* pode ser sinalizado primeiramente com o aumento do investimento na indústria de capital, por tratar-se de produtora de meios de produção. Para Schumpeter (1997, p. 215), “a realidade também revela que todo *boom* normal começa em um ou em poucos ramos da indústria (construção de ferrovias, indústrias químicas e elétricas etc.) e que recebe o seu caráter das inovações na indústria em que se inicia”, ampliando sua magnitude por toda economia.

Além disso, o surgimento de novas combinações e novos produtos em conjunto conduz a queda do desemprego como o aumento dos salários e das transações bancárias e a todos os outros elementos característicos de um período de *boom*, que estão, portanto, explicados em sua teoria. Outra característica marcante do início do *boom* é a elevação dos preços, dado que começa a pressão sobre os recursos e produtos existentes no fluxo circular, essa pressão é ocasionada, principalmente, pelo aumento dos meios de pagamento – associado à criação do crédito.

Inicialmente, os novos produtos chegam ao mercado e concorrem com os antigos. O alto preço dos produtos inovadores garante o lucro do empresário ou o retorno de sua nova combinação – inovação. Com a maturação dos investimentos, os imitadores chegam ao

⁹³ Relembrando o que foi discutido aqui sobre Capitalismo, Sociedade e Democracia, Schumpeter expõe outra razão para a irregularidade do aparecimento das inovações: constata-se que as inovações demoram a aparecer no mercado e aparecem de forma irregular por serem frutos de intensas pesquisas e investimentos realizados pelas grandes empresas, com a própria finalidade de inovar.

mercado.⁹⁴ “Assim como os empresários aparecem *en masse*, o mesmo acontece com seus produtos, porque os primeiros [empresários] não fazem coisas diferentes, mas muito semelhantes, e assim os seus produtos aparecem no mercado quase simultaneamente” (SCHUMPETER, 1997, p. 218), conseqüentemente, o mercado fica inundado de produtos semelhantes, o que leva à deflação que, “por sua vez, põe fim ao *boom*, *pode* levar a uma crise, *deve* levar a uma depressão” (SCHUMPETER, 1997, p. 219. grifo do autor). Deste modo, é possível afirmar que o *boom* dura enquanto os produtos dos empresários imitadores não chegam ao mercado.⁹⁵

Com a chegada dos novos produtos no mercado, proveniente dos investimentos dos empresários imitadores, o mercado creditício começa a responder ao processo de forma diferente, em virtude de que começa a receber o pagamento dos créditos concedidos, ao passo que, por outro lado, não há mais demanda por crédito, dado que o mercado não é mais lucrativo como inicialmente, em função da deflação ocasionada pelo excesso de produtos/processos inovadores, ou seja, a massificação da inovação.⁹⁶ Conforme Schumpeter (1997, p. 219)

o aparecimento dos efeitos dos novos empreendimentos leva a uma deflação creditícia, porque agora os empresários estão em condição de pagar suas dívidas – e têm todo o incentivo para isso; e, uma vez que não entram em seu lugar outros tomadores, isso leva ao desaparecimento do poder de compra criado há pouco, exatamente quando surge o seu complemento em bens e que doravante pode ser produzido repetidamente, à maneira do fluxo circular.

Todavia, essa deflação não ocorre de forma abrupta, pois os empréstimos não são todos saldados de uma só vez, por outro lado, a reabsorção desse poder de compra não altera o processo de deflação, uma vez que não há como substituir a demanda decrescente dos empresários pela demanda das famílias e do governo, por exemplo. Também não há o surgimento de novos empresários a contratarem novos empréstimos, por dois motivos: i) a crescente quantidade de produtos no mercado reduz, progressivamente, o lucro, por meio da queda dos preços; ii) a desestabilização sistêmica que o primeiro grupo de empresários institui sobre a economia, configura uma nova luta pela posição de equilíbrio e inspira a incerteza

⁹⁴ Segundo Schumpeter (1961) as grandes empresas – que ‘ocupam o lugar’ do empresário inovador em Capitalismo, Sociedade e Democracia – são capazes de *retardar* o processo de imitação de suas inovações por meio de patentes.

⁹⁵ Schumpeter (1997, p. 218-219) afirma que “esse tempo é determinado primeiro tecnicamente, depois pelo ritmo em que a multidão segue os líderes [...] embora seja óbvio que dependa de muitos outros elementos.”

⁹⁶ Para Schumpeter (1997, p. 219) “a deflação também ocorre numa depressão já em andamento ou que é esperada pelo mundo bancário, porque os bancos procuram restringir seu crédito por sua própria iniciativa. Esse fator é muito importante na prática e freqüentemente dá início a uma crise real; mas é acessório e não inerente ao processo.” Esse comportamento dos bancos é considerado acessório porque depende de uma causa principal, então é não inerente no sentido de que Schumpeter está interessado em analisar principalmente os fatores impulsores *primários*, de modo que os secundários decorrem, grosso modo, desses.

característica resultante das novas criações do *boom*, o que dificulta o planejamento de novos empreendimentos.

Contudo, Schumpeter sustenta que, ambos os limites são ofuscados, devido a desconfiança de alguns agentes que “começam antes de outros a sentir a pressão, como acontece com os bancos, ou a elevação dos custos e de outros elementos, como no caso de muitas empresas antigas, e reagem à altura”, bem como por “intervenções vindas de fora, das quais, em geral, a mais importante é feita pelo banco central, ao puxar conscientemente as rédeas.” (SCHUMPETER, 1997, p. 219).

Entretanto, os processos de deflação – tanto no mercado real como no mercado monetário – continuam em ritmo crescente pondo fim ao *boom* e iniciando uma crise, caracterizada por pânico generalizado, colapso do sistema de crédito, epidemia de falências e as conseqüências resultantes, que Schumpeter define como “processo anormal de liquidação”. Seguido à crise acontece a depressão, que o economista conceitua como uma “posição temporária de relativa fixidez e ausência de desenvolvimento”, que, para ele pode ser chamada de processo “normal” de reabsorção e liquidação.

Assim, a teoria ciclos econômicos de Schumpeter explica que o *boom* tem início a partir de uma inovação – que é capaz de romper (e, de fato, rompe) o fluxo circular – e termina quando o processo de difusão da inovação chega à exaustão, com a deflagração de um processo de deflação geral. Tal processo dá início a crise, que se transforma em uma depressão que absorverá as inovações eficientes e restabelecerá a ordem em um novo sistema caracterizado por relativa fixidez e ausência de desenvolvimento. “Um novo *boom* se sucede à depressão, quando o processo de reabsorção das inovações [depressão] estiver terminado.” (SCHUMPETER, 1997. p. 202).

A relação causal estabelecida por Schumpeter entre o *boom*, a crise e a depressão em sua explicação dos ciclos econômicos, motivados pela inovação, foi aqui sucintamente esboçada. Pretende-se agora destacar alguns pontos que se considera serem importantes para o propósito desta dissertação.

3.3.2 Efeitos secundários

Segundo Possas (1987, p. 186) “o retrato mais completo do ciclo é apresentado no que chamou de ‘segunda aproximação’, que consiste basicamente na incorporação da noção de ‘onda secundária’ e na remoção de certos pressupostos simplificadores da versão preliminar”. Ainda de acordo com Possas, os principais pressupostos alterados são:

A substituição da noção de equilíbrio pela “vizinhança de equilíbrio” onde se passa a aceitar a *ligação* entre ciclos (flutuações consecutivas), a persistência de “crescimento” e da existência de poupança e investimentos a ele associada, mesmo na “vizinhança de equilíbrio”; a desnecessidade de pleno emprego no equilíbrio; a generalização da criação de crédito dos juros e das “imperfeições de mercado” como fenômenos resultantes do desenvolvimento, não necessariamente eliminados pelo alcance do novo equilíbrio. (POSSAS, 1987, p. 186, nota, grifo do autor)

O economista afirma que, segundo a interpretação de Schumpeter, “tudo isto transmite-se de ciclo para ciclo como elementos que passam a se integrar aos *dados* do sistema econômico.” (POSSAS, 1987, p. 186).

De acordo com o que foi apresentando até aqui é possível identificar alguns aspectos teóricos associados à incerteza que reina durante o ciclo econômico, especialmente durante o *boom*. Seria a “onda secundária” [que] abrange os efeitos *cumulativos* desencadeados pela inovação primária e os feitos *especulativos* que frequentemente têm lugar no bojo daqueles.” (POSSAS, 1987, p. 186, grifo do autor)

Em outras palavras, com o surgimento da inovação e, por conseguinte, do *boom*, há um aumento do poder de compra por todo domínio de negócios, resultando na *secondary wave*,⁹⁷ que é fortemente associada à propagação do *boom* pelo sistema, bem como também ao efeito especulativo que a prosperidade naturalmente produz.

Destaca-se que a onda secundária *não* é uma continuação da onda primária – que, por sua vez, corresponde às inovações e seus efeitos diretos – “mas um *novo* conjunto de elementos descritivos e/ou explicativos do processo real, acrescentados ao quadro como que em camadas sucessivas, tornando-o mais completo” (POSSAS, 1987, p. 187, grifo do autor).

Esses efeitos secundários podem ter desdobramentos consideráveis, no sentido de alterar o ritmo do ciclo, provocar a inversão da “ordem” de aparecimento dos fenômenos, bem como a sobreposição de elementos secundários ante os primários, entre outros efeitos. As distorções decorrentes disso podem potencializar suas causas, de modo que a onda secundária é capaz até mesmo de assumir proporções maiores do que as assumidas pela onda primária. (SCHUMPETER, 1997; 1939; POSSAS, 1987).⁹⁸

⁹⁷ Um *boom* secundário que advém do fato de que o aumento da demanda empresarial provoca uma elevação substancial do poder de compra por toda a esfera de negócios. “Somente porque o novo poder de compra vai, em grande volume, das mãos dos empresários para os proprietários de meios materiais de produção, para todos os produtores de bens para o “consumo reprodutivo” (Spiethoff) e para os trabalhadores, e então se difunde por todos os canais econômicos, é que todos os bens de consumo são vendidos finalmente a preços sempre crescentes” (SCHUMPETER, 1997, p. 213).

⁹⁸ Possas destaca que Schumpeter aproveita sua concepção de segunda onda para lançar farpas sobre as teorias que encontram limitações para explicar as razões do fim do momento de prosperidade dos ciclos: “esta não é

A atividade especulativa é capaz de intensificar o estado de incerteza inerente ao ciclo, provocando desdobramentos que, frequentemente, conduzem a interpretações falhas da realidade. Desse modo, a elevação do preço dos produtos costuma se antecipar ao aumento dos custos que, na realidade, são a sua causa. Conforme a seguinte citação:

Assim, o mercado de valores apresenta às vezes crises especulativas preliminares, muito *antes que se chegue a um real ponto de reversão*, que então são superadas e abrem espaço a um movimento a mais para cima, que ainda pertence ao mesmo *boom* (SCHUMPETER, 1997, p. 222, grifo nosso).

Todavia, enquanto a atividade especuladora é intencional, por outro lado, parte dos agentes assume reações nocivas não propositais, pois, “o ‘mero homem de negócios’ se defronta com problemas que estão fora de sua rotina, problemas aos quais não está acostumado e em face dos quais comete erros que se tornam então uma importante causa secundária de novos transtornos” (SCHUMPETER, 1997, p. 223).

No declínio do *boom* a incerteza dos dados e “as perdas que aparentemente ocorrem de modo irregular e não passível de cálculo criam a atmosfera característica dos períodos de depressão” (SCHUMPETER, 1997, p. 223). As condições tornam-se aparentemente piores do que são.

Por sua vez, o descasamento entre a demanda efetiva e a oferta, graças à superprodução, é o que acarreta, de fato, a queda nos preços das mercadorias.⁹⁹ Essa consideração encerra outra mais perspicaz: de acordo com Schumpeter, o objetivo das principais teorias é explicar o aparecimento dessa desproporcionalidade, enquanto que sua teoria afirma que o desajuste entre os preços e as quantidades de bens provém do desequilíbrio do sistema econômico.¹⁰⁰

O estabelecimento de uma nova posição de equilíbrio, segundo a TDE, ou a aproximação da posição final tendencial de equilíbrio, conforme *Business Cycles*, será alcançado por meio da depressão, “que incorporará as inovações e dará expressão aos seus efeitos sobre as empresas antigas, assim é o significado real de um período de depressão” (SCHUMPETER, 1997, p. 226). Contudo, “sempre ocorre a *aproximação* de uma posição

senão a conseqüência natural do fato de que o que chamamos o fenômeno da onda secundária é tudo o que os seus autores vêem.” (SCHUMPETER, 1939 *apud* POSSAS, 1987, p. 187).

⁹⁹ A superprodução aqui é um efeito secundário advindo do *boom*, por assim dizer, um fruto de sua distorção e não a causa primária. (Cf. SCHUMPETER, 1997, p. 224)

¹⁰⁰ “O âmago de todas essas teorias está na maneira com que tentam explicar o aparecimento da desproporcionalidade, e nas quantidades particulares entre as quais se considera que existe desproporcionalidade. Para nós a desproporcionalidade entre quantidades e preços de bens, que aparece em muitos pontos por causa da perda do equilíbrio no sistema econômico, é um fenômeno intermediário exatamente como a superprodução, e não é uma causa primária.” (SCHUMPETER, 1997, p. 224)

sem desenvolvimento, e esta, sendo relativamente estável, pode ser de novo um ponto de partida para a realização de novas combinações.” (SCHUMPETER, 1997, p. 228, grifo nosso). Então, “após a digestão mais ou menos lenta das posições liquidadas na depressão, sem que haja inovações significativas, inicia-se a etapa de *recuperação*, refletindo a atração da posição final tendencial de equilíbrio.” (POSSAS, 1987, p. 188, grifo do autor). Assim, chega-se ao início de um novo ciclo.

Portanto, “tem-se então o ciclo completo de quatro fases: prosperidade, recessão, depressão e recuperação” (POSSAS, 1987, p. 188, grifo do autor). Para Schumpeter essa divisão do ciclo em fases não é trivial, mas caracteriza sua metodologia de interpretação dos ciclos, em que expressa as fases logicamente necessárias aos ciclos (prosperidade e depressão) e as fases que refletem as tendências de equilíbrio, conforme citação:

It follows that division of the units of the cyclical process of evolution into two or four phases is not a matter of descriptive convenience. Each phase is a distinct composite phenomenon, not only distinguishable by a characteristic set of features, but also explainable in terms of the different "forces" which dominate it and produce those features. As we know, these "forces" consist in such concretely observable phenomena as innovation (entrepreneurs' expenditure), response of the system to the impact of the products of new plant (and autodeflation), the impetus of abnormal liquidation (and of depressive anticipation arising out of it) meeting with equilibrium (return to what now are normal quantities and values). (SCHUMPETER, 1939, p. 162)

Assim, entende-se que “para Schumpeter o ciclo não pode ser apresentado de forma arbitrária entre ‘picos’ ou entre ‘vales’, ou entre quaisquer outros pontos, pelo simples fato de constituir um aparente movimento oscilatório” (POSSAS, 1987, p. 188).

3.3.3 Ciclos Simultâneos

Em *Business Cycles* Schumpeter introduz uma “terceira aproximação” de sua teoria dos ciclos econômicos, por entender que não há nenhuma razão pela qual o processo cíclico de evolução deva resultar em apenas um movimento oscilatório, mas justamente ao contrário, pois, de acordo com Schumpeter (1939, p.169) “there are many reasons to expect that it will set into motion an indefinite number of wavelike fluctuations which will roll on simultaneously and interfere with one another in the process”.

A terceira aproximação consiste em um esquema de três ciclos. Segundo Possas (1987) o número 3 não é essencial, mas é uma conveniência, por se tratar do maior número tratável analítica e estatisticamente e o menor aceitável como explicação dos fenômenos reais pertinentes aos ciclos. Todavia, o autor aponta que o mais importante para Schumpeter, sobre

essa proposição é apontar “a existência de *diversos* movimentos cíclicos” (POSSAS, 1987, p. 189, grifo do autor, nota).¹⁰¹

No menor dos três ciclos, o ciclo de Kitchin, Schumpeter (1939, p. 178) “*leave open the possibility that Kitchins are merely fluctuations of the adaptive type*”.¹⁰² Por sua vez, Possas (1987) afirma que “Schumpeter atribui claramente aos [outros] dois o caráter de ciclos de inovação, a que se aplicaria sua teoria anterior sem reservas” (POSSAS, 1987, p. 189).

Schumpeter justifica a inclusão da possibilidade de diversos ciclos com diferentes periodicidades gerados a partir de uma inovação principal por meio das seguintes proposições. Em primeiro, devido à razão da imprevisibilidade relacionada aos processos de gestão e de absorção da inovação pelo sistema. Então, se segue que:

if innovations are at the root of cyclical fluctuations, these cannot be expected to form a single wavelike movement, because the periods of gestation and of absorption of effects by the economic system will not, in general, be equal for all the innovations that are undertaken at any time. [...] This at once suggests both multiplicity of fluctuations and the kind of interference between them which we are to expect. (SCHUMPETER, 1939, p.173)

Em segundo lugar, Schumpeter considera que “determinadas inovações podem produzir ciclos de uma mesma ‘família’, que configuram um ciclo maior definido por essa mesma ‘família’ e não por si mesmo” (POSSAS, 1987, p. 189). Schumpeter distingue o primeiro do segundo tipo de ciclos, afirmando que “there [no primeiro] we had a multiplicity of cycles each of which was an independent entity. Here we have a sequence of cycles of one type only, and the cycle of higher order is but a product or composite of these and has no existence of its own” (SCHUMPETER, 1939, p.175). “O ciclo maior pode ser uma identidade autônoma, que se desdobra em ciclos menores interdependentes e sucessivos.” (POSSAS, 1987, p. 189).

De acordo com Possas, Schumpeter “refere-se ainda a outras causas de flutuações, mas que servem quando muito para complementar o quadro, nada acrescentando de substantivo” (POSSAS, 1987, p. 189). Tais causas serviriam, “para descartar explicações alternativas dos ciclos – em particular as de ‘ciclos automáticos’, característicos da estrutura” (POSSAS,

¹⁰¹ Possas destaca também que “apenas como ajuste conveniente, também é suposta uma relação inteira entre suas periodicidades médias” (POSSAS, 1987, p. 189) isto, por sua vez, quer dizer que “cada Kondratieff contenha seis Juglar e cada um destes três Kitchin” (POSSAS, 1987, p. 189, nota). Tendo em vista que Kondratieff é o ciclo longo (50-60 anos); o médio ou Juglar é (9-10 anos) e Kitchin (40 meses). (POSSAS, 1987).

¹⁰² Em nota no *Business Cycles* (SCHUMPETER, 1939, p. 178, nota): “Later in life, Schumpeter entirely abandoned the idea that Kitchins could be explained by his theory.—Ed.]”

1987, p. 189, nota). Portanto, abster-se-á de tratar extensivamente essas outras causas,¹⁰³ tendo em vista que os aspectos fundamentais da teoria dos ciclos de Schumpeter – que são os necessários para essa dissertação – já foram explorados ao longo do capítulo.

Então, resumindo o foi posto ao longo do capítulo, pode-se afirmar que os ciclos econômicos, segundo a visão de Schumpeter, partem de inovações realizadas na esfera real produtiva da economia. Os efeitos da produção e propagação dessa inovação promovem a *prosperidade* do sistema (desenvolvimento/evolução). A *crise* e a *depressão* – especialmente essa última – representam o processo pelo qual a economia se ajusta às novas condições, tendendo a uma situação próxima ao equilíbrio, por meio do processo de *recuperação*, que é a quarta fase do ciclo schumpeteriano. Assim, é possível afirmar que, em Schumpeter, as fases de prosperidade, crises, depressões e recuperações caracterizam os ciclos econômicos e, por conseguinte, as flutuações irregulares. Essas, por sua vez, são elementos que fazem parte da dinâmica intrínseca de evolução (ou desenvolvimento) do sistema capitalista, caracterizando, portanto, um sistema endogenamente instável¹⁰⁴ que sofre modificações recorrentemente, uma vez que para Schumpeter o desenvolvimento/evolução da economia capitalista assume a forma de comportamento cíclico.

A esse respeito Possas (1987, p. 174) coloca o seguinte:

Na medida em que esse impulso tenha raízes sólidas na própria atividade capitalista, o desenvolvimento, oriundo das inovações, também é um fenômeno interno, endógeno ao sistema capitalista, embora se apresente como necessariamente extrínseco ao fluxo circular. Para Schumpeter, o processo de inovação é um ‘processo de mutação industrial [...] que incessantemente revoluciona a estrutura econômica desde o seu interior, destruindo incessantemente a antiga, criando incessantemente uma nova. Esse processo de destruição criadora é o fato essencial a respeito do capitalismo’.

Portanto, uma das conclusões primordiais da teoria de Schumpeter é de que a economia capitalista é o tipo de sistema que se renova constantemente, instituindo novos modos de produzir e comercializar, bem como novos produtos, de forma idiossincrática, em função da oportuna busca dos empresários por lucros, que os motiva a inserir as inovações no mercado.¹⁰⁵

¹⁰³ Para um maior detalhamento dessas causas, conferir o original: Schumpeter (1939).

¹⁰⁴ Carvalho tem uma visão diferente sobre essa questão, por entender que as inovações são exógenas ao sistema e, por isso, a teoria dos ciclos de Schumpeter estaria dentro das teorias de propagação, conforme citação: “A versão mais influente de uma teoria dos ciclos por propagação se deve a Schumpeter (1934 e 1939). Em sua teoria a perturbação exógena é dada por uma inovação, a qual impactará uma economia que se supõe estar em estado de repouso, ou, como propôs o autor, em estado de equilíbrio geral” (CARVALHO, 1988, p. 748). Todavia, a visão que será adotada nessa dissertação é a que Possas (1987) defende: de que a inovação em Schumpeter é endógena e, portanto, os ciclos por ela motivados são endógenos.

¹⁰⁵ Daí provém a expressão “destruição criadora” de Schumpeter.

Do ponto de vista metodológico tornou-se claro, ao longo de todo capítulo, em especial a primeira parte – em que se discutiram os fundamentos de sua abordagem – a originalidade de Schumpeter com relação aos conceitos empregados, bem como sua metodologia de análise, instrumentos, em grande parte, desenvolvidos por ele próprio.

Para finalizar o capítulo será empregada uma citação presente no texto “A instabilidade do capitalismo”,¹⁰⁶ de Schumpeter (2010, p. 36, grifo do autor):

Resumindo a argumentação, e aplicando-a ao assunto em questão, vemos que existe realmente um elemento no processo capitalista, incorporado no tipo e na função do empresário, que – na ausência de impulsos ou distúrbios externos e mesmo de “crescimento” – destruirá, *de dentro para fora e pelo seu simples funcionamento*, qualquer equilíbrio que possa ter-se estabelecido ou que esteja em processo de estabelecer-se.

O elemento incorporado na função do empresário que o autor deseja destacar é a busca incessante de lucros, via concorrência, expressa por meio do fenômeno fundamental da vida econômica: a inovação; configurada como a raiz dos ciclos econômicos.

¹⁰⁶ Este artigo foi originalmente publicado no *The Economic Journal*, v. XXXVIII, n. 151, Sept. 1928. Posteriormente publicado na Revista *Literatura Econômica*, volume 6, de março/abril de 1984. E re-publicado em “Clássicos de literatura econômica : textos selecionados de macroeconomia.- 3. ed.- Brasília : Ipea, 2010.” Texto a partir do qual toma-se referência aqui.

4 CICLOS ECONÔMICOS EM MINSKY

Hyman Philip Minsky (1919-1996) foi um dos maiores especialistas em teoria monetária e financeira da segunda metade do século XX (LOURENÇO, 2006). O economista pós-keynesiano formulou sua *Hipótese de Instabilidade Financeira* (doravante, HIF), mostrando que economias capitalistas em expansão são inerentemente instáveis e propensas a crises, desse modo, sua hipótese contribui também para a explicação dos ciclos econômicos.

Conforme discutido no capítulo anterior, Schumpeter desenvolve sua análise dos ciclos econômicos com base nas inovações ocorridas nos mercados de produtos não financeiros. Minsky, por sua vez, elabora sua interpretação dos ciclos a partir das inovações advindas da dinâmica dos fenômenos monetários presentes nas economias capitalistas financeiramente sofisticadas. O princípio central da organização de sua teoria está calcado na já citada HIF, à qual se subjaz o paradigma de *Wall Street*, cujo sentido encerra a pedra angular de toda sua análise: a primazia e a centralidade absoluta das *relações financeiras* sobre o entendimento de quaisquer fenômenos numa economia capitalista financeiramente sofisticada.¹⁰⁷

Lourenço (2006, p. 02) aponta as seguintes contribuições de Minsky à agenda:

a) uma interpretação “financeira” da Teoria Geral (Minsky, 1975a, cap. 1) e uma crítica da interpretação convencional desta (Minsky, 1975a, cap. 2; 1986, cap. 6); b) uma contribuição teórica fundamental, a hipótese de instabilidade financeira (Minsky, 1975a, cap. 4-6; 1982a, vários capítulos e 1986, cap. 7-9) e outras subsidiárias, como sua teoria da inflação (Minsky, 1986, cap. 11); c) contribuições sobre dinâmica institucional, p.ex., análise da atividade bancária (Minsky, 1986, cap. 10), das inovações financeiras (Minsky, 1957a) e dos bancos centrais (Minsky, 1980a); d) contribuições à reconstituição histórica e interpretação das crises financeiras estadunidenses e mundiais, da Grande Depressão dos anos 1930 às do início dos anos 1990 (1986, cap. 2-4); e e) contribuições normativas, abarcando desde uma proposta bastante ampla de reformulação de toda política econômica e social (por exemplo, Minsky, 1975a, cap. 9; 1986, caps. 12-13) até questões pontuais, como o exame dos bancos pelas autoridades regulatórias (Minsky, 1975b).¹⁰⁸

¹⁰⁷ “[...]if financial relations and organizations significantly influence the course of events, then the established economic theory does not furnish an underpinning for the proposition that coherence results from the type of decentralized market economies that exist. In fact, the Wall Streets of the world are important; they generate destabilizing forces, and from time to time the financial processes of our economy lead to serious threats of financial and economic instability [...]” (MINSKY, 2008, p. 04, cap. de Introdução).

¹⁰⁸ As referências presentes na citação são, em ordem de aparecimento: MINSKY, H. *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press, 1975a; MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986; MINSKY, H. *Capitalist financial processes and the instability of capitalism*. Journal of Economic Issues, n. 14, Jun. 1980b. Reimpresso em Minsky (1982a); MINSKY, H. *Central banking and money market changes*. Quarterly Journal of Economics, n. 71, May 1957a. Reimpresso em MINSKY, H. *Can it happen again? Essays on instability and finance*. New York: M.E. Sharp, 1982a; MINSKY, H. *The Federal Reserve: between a rock and a hard place*. Challenge, n. 23, May-Jun. 1980a. Reimpresso em Minsky (1982a); MINSKY, H. *Suggestions for a cash-flow oriented bank examinations*. Proceedings of a Conference on Bank Structure and Competition. Chicago: Federal Reserve Bank of Chicago, 1975b.

Todavia não está incluso no objetivo do capítulo, nem mesmo dessa dissertação, estudar a diversidade dos temas desenvolvidos pelo economista. O objetivo aqui é: i) examinar os pressupostos teóricos, a metodologia de análise e a teoria de Minsky, à semelhança do que foi feito no capítulo anterior, com a teoria de Schumpeter¹⁰⁹ e, a partir daí, ii) observar como os ciclos são engendrados no sistema econômico capitalista e o papel que inovação exerce nesse processo; sendo que o estudo desses dois pontos tem por pano de fundo a HIF, desenvolvida pelo próprio Minsky, assim como o desenvolvimento/evolução está para Schumpeter. Para tanto, os livros de maior referência serão *John Maynard Keynes* e *Stabilizing an Unstable Economy*, bem como seu artigo seminal sobre inovação *Central Banking and Money Market Changes* (1957). O primeiro livro trata diretamente da construção dos pressupostos teóricos a partir da interpretação e crítica da TG e o segundo, a obra clássica do autor, lida diretamente com a HIF.

Com a finalidade de facilitar a exposição, o capítulo será dividido nas seguintes seções: 4.1 Crítica de Minsky à síntese neoclássica; 4.2 A leitura de Keynes por Minsky; 4.3 A construção do modelo de Minsky e 4.4 Os ciclos em Minsky. A primeira, segunda e terceira seções abrangem, grosso modo, os pressupostos teóricos, e, por conseguinte a estrutura de seu modelo heurístico; a última trata diretamente dos ciclos, com base na HIF, incluindo, portanto, o fenômeno das inovações financeiras, o *boom* econômico e a questão da reversão.

4.1 Crítica de Minsky à síntese neoclássica

No livro *John Maynard Keynes* (2008),¹¹⁰ Minsky apresenta sua insatisfação com a síntese neoclássica realizada sobre a *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (doravante, TG) de *John Maynard Keynes*, bem como apresenta sua visão. Seu objetivo era resgatar a teoria de Keynes do que – tomando emprestada a expressão de Joan Robinson – considera a *bastardization* das ideias centrais de Keynes (Cf. MINSKY, 2008, p. 07 cap. Int.).

Minsky argumenta que os economistas americanos que interpretaram a TG (Samuelson, Patinkin, Modigliani, and Friedman) são mais neoclássicos que keynesianos, desse modo, o que considera o “princípio geral” do *mainstream*, a Teoria Quantitativa da Moeda (doravante, TQM), foi mantido. Consequentemente “academic economics has recaptured much of the sterility and irrelevance with respect to the operation of the real-world

¹⁰⁹ Todavia, esse capítulo guardará apenas semelhança de objetivos com o capítulo anterior, pois, a estrutura de tópicos e a esquematização dos conceitos estarão em conformidade com cada teoria. O modo de exposição dos modelos de Schumpeter e Minsky difere um do outro, de acordo com a própria organização das idéias e dos argumentos de cada um dos dois autores, naturalmente, esses aspectos serão respeitados em ambos os capítulos.

¹¹⁰ Cujas primeira edição é de 1975.

economy which characterized the discipline prior to the appearance of *The General Theory*” (MINSKY, 2008, p. 02).

Com o livro (*John Maynard Keynes*), Minsky propõe:

1. Present an exposition of standard, or conventional Keynesian doctrine, ending with the neoclassical synthesis. 2. Derive an alternative interpretation of Keynes – one which builds upon those aspects of *The General Theory* that emphasize investment in a world where business cycles exist and engender uncertainty. This leads to a quite different image of how the world operates than that embodied in current standard theory. 3. Examine the policy and philosophical implications of the alternative interpretation of Keynes. (MINSKY, 2008, p. 17).

Para que essas proposições sejam atingidas, Minsky argumenta que “however, before we turn to a presentation of an alternative interpretation of *The General Theory*, we need to survey the current standard interpretations of Keynes’s work, so that what we deviate from is clear.” (MINSKY, 2008, p. 19).

Nesse sentido, segundo Minsky, três modelos macroeconômicos baseados nas ideias da TG são debatidos no meio acadêmico: o primeiro é focado apenas na função de consumo; o segundo consiste de modelos que objetivam formalizar as exigências para a simultânea satisfação das condições de equilíbrio no mercado de bens e o monetário; por sua vez essa última corrente origina uma terceira, constituída de uma combinação de modelos de funções de produção e de um sistema de preferências que tem a finalidade de derivar condições de equilíbrio no mercado de trabalho, juntamente com os modelos de equilíbrio da segunda corrente (MINSKY, 2008).

O primeiro conjunto de modelos ignora completamente os fenômenos monetários na determinação do consumo, conforme citação de Minsky (2008, p. 24): “the idea that consumption is a determined function of income, basically independent of monetary and financial influences, leads to a simple model, that has become the ‘first’ exercise in income-determination theory in most textbooks”.

A segunda linha de interpretação derivada da TG compreende um conjunto de modelos em que o investimento e as relações de portfólio são inseridos na função de consumo e poupança dos agentes. Na realidade, essa linha constitui o aprimoramento do modelo analítico desenvolvido por Hicks,¹¹¹ cujo objetivo era “explicate the links he saw between *The General Theory* and the so-called classics: the ideas and theories embodied in the work of Marshall, his predecessors, and his followers”, o conhecido aparato IS/LM.

¹¹¹ J. R. Hicks, “Mr. Keynes and the ‘Classics’; A Suggested Interpretation”, *Econometrica* 5:2, April 1937, pp. 147-59.

No que tange a terceira corrente, há a introdução do mercado de trabalho na análise e a agregação dos mercados. Para Minsky esse modelo apresenta “an inconsistency among the equilibrium conditions in the various sets of markets can arise” (MINSKY, 2008, p. 20). Nesse sentido, há uma série de soluções possíveis para as inconsistências, cuja predominante é caracterizada pela introdução da moeda e dos ativos financeiros na função de consumo (é a segunda linha de pesquisa citada acima). Essa construção teórico-analítica conduz “to a ‘neoclassical’ model in which the labor-market equilibrium dominates in the theoretical determination of system equilibrium.” (MINSKY, 2008, p. 20). A determinação das condições de equilíbrio infere que o alcance e a manutenção do pleno emprego possibilitam a redução das rigidezes de mercado e evitam as flutuações, juntamente com o auxílio das políticas econômicas apropriadas.

Segundo o economista pós-keynesiano, as análises e conclusões obtidas a partir desses modelos estão em desacordo com a real proposição de Keynes, pois, elas “not only thoroughly violates the spirit of The General Theory but it also returns the argument to the world of the ‘classical economy’.” (MINSKY, 2008, p. 20). Portanto, para Minsky, as supracitadas linhas desenvolvidas a partir da TG “were in their gross simplicity a misrepresentation of Keynes’s views” (MINSKY, 2008, p. 31).

O economista ressalta que a maioria dos modelos que são considerados “keynesianos” são, na realidade, modelos focados em funções de consumo, mas que desprezam as relações da esfera financeira para com o investimento, conforme citação: “much of the popular policy discussion that is called Keynesian is dominated by models that are based on the consumption function, to the virtual exclusion of the more sophisticated models which allow for monetary and investment interactions” (MINSKY, 2008, p. 21).

Minsky argumenta então que essas construções teóricas apresentam novas formas de expressar a TQM, dado que a moeda e os títulos financeiros são inseridos na função de consumo e que essa não tem relação alguma com a determinação dos níveis de produção e emprego da economia, determinados a partir do mercado de trabalho. Para Minsky, essas interpretações “leads to a model in which the proposition that money is neutral, in the sense that the equilibrium values of all economic variables except the price level are independent of the money supply, is conditionally valid”, (MINSKY, 2008a, p. 22).

Assim, a influência das relações e dos fenômenos financeiros na determinação dos níveis de investimento e produção da economia, que Keynes desejou mostrar na TG, é ignorada. Consequentemente são negligenciadas também as influências das flutuações que

ocorrem nos mercados monetários e financeiros – em função das “imperfections in the banking system, or the failure of management of monetary systems” (MINSKY, 2008a, p. 20) – sobre os níveis de investimento da economia.

Minsky aponta que “these ignored portions combined with some of the ingredients used in the standard models lead to an alternative and radically different interpretation of *The General Theory*” (MINSKY, 2008, p. 23). Essa interpretação distorce o que a TG considera como os verdadeiros determinantes do investimento, uma vez que, para o pós-keynesiano, o “fundamental to Keynes’s ideas in *The General Theory* is the notion of uncertainty as a major determining element in portfolio choice and thus in investment” (MINSKY, 2008a, p. 31).

Então, se conclui que:

such Keynesian models are either trivial (the consumption-function models), incomplete (the IS-LM models without a labor market), inconsistent (the IS-LM models with a labor market but no real-balance effect), or indistinguishable in their results from those of the older quantity-theory models (the neoclassical synthesis) (MINSKY, 2008a, p. 51).

Portanto, para Minsky, as interpretações tradicionais da TG não são fiéis ao que Keynes desejava demonstrar e nem tão pouco preservam os traços fundamentais da abordagem revolucionária de Keynes. Na realidade, essas construções neoclássicas guardam os seus próprios pressupostos fundamentais e, com eles, permeiam as ideias de Keynes, conduzindo, portanto, às interpretações híbridas a favor de sua própria tradição.

4.2 Leitura de Keynes por Minsky

A princípio, se deve saber que o sustentáculo básico da teoria de Minsky decorre da TG de Keynes, principalmente no que diz respeito à influência da formação das expectativas dos agentes sobre o comportamento da economia.¹¹² Para Minsky “Keynes’s theory of a capitalist economy integrates the operations of Wall Street into the determination of what happens in the economy” (MINSKY, 2008b, p. 132), ou seja, promove a inserção dos fenômenos da esfera financeira na determinação da dinâmica de toda esfera real da economia. Então, para o pós-keynesiano, é fundamental o fato de que “Keynes was almost exclusively a monetary economist.” (MINSKY, 2008a, p. 21). Por isso, para Minsky o aspecto mais caro da TG de Keynes é a ruptura com a TQM. É a partir da TG, que “Keynes attacked with gusto and

¹¹² Embora as contribuições de Minsky para a agenda de maneira alguma se limitem à mera releitura da obra de Keynes. Sobre as contribuições de Minsky, ver: FAZZARI, S.; PAPADIMITRIOU, D. (Org.). *Financial conditions and macroeconomic performance: essays in Honor of Hyman P. Minsky*. London, M.E. Sharpe, 1992.

obvious relish the logical and empirical foundations of traditional economics” (MINSKY, 2008, p. 02).

Para Minsky, antes da TG, Keynes assumia que as proposições básicas da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) eram válidas nas condições de equilíbrio econômico “but that the theory was vague and imprecise about the mechanisms and processes by which the long-run results were achieved, and that more had to be known about how the economy behaves in between positions of equilibrium” (MINSKY, 2008a, p. 02). Portanto, é justamente na TG que Keynes passa a tratar com maior atenção o comportamento da economia entre as posições de equilíbrio. Assim a TG representa uma ruptura com o consenso até então vigente na interpretação dos fatos econômicos sobre a égide da rejeição do papel ativo da moeda.

Para Minsky, Keynes não só proferiu independência à moeda, como também revelou que a mesma está por trás de todas as decisões dos agentes econômicos. As últimas, por sua vez, são de natureza extremamente instável, por estarem relacionadas às expectativas dos agentes e, portanto, não haveria nenhum princípio norteador ou “auto-equilibrante”. Assim, Keynes concebe a percepção de que não há nenhum mecanismo inerente ao processo de ajustamento econômico que conduz, naturalmente, a economia à sua posição de equilíbrio de pleno emprego. A partir dessa constatação, Keynes sustenta a importância das políticas governamentais de intervenção e regulação, com a finalidade de diminuir a instabilidade gerada pelos mercados. Nas palavras de Minsky (2008a, p. 02):

his analysis yielded the result that money was not neutral. In contrast to the quantity theory, his theory showed that real variables depend in an essential way on monetary and financial variables; that the price level does not depend solely or even mainly on the quantity of money; and that the transitional processes are such that a decentralized, unplanned, capitalist economy – one in which economic policy did not intervene in an appropriate manner – was not a self-correcting system that tended toward a stable equilibrium at full employment.

Segundo o economista pós-keynesiano a própria postura de Keynes diante da interpretação monetária apresenta uma ruptura a partir da TG, com relação às suas obras anteriores. A fim de elucidar esse aspecto, Minsky tece comparações entre o Tratado Sobre a Moeda (doravante, TM)¹¹³ e a TG:

In A Treatise on Money, at all times the quantities of output and employment are determined by real factors independent of monetary influences. It is assumed that the market mechanisms of a decentralized capitalist economy will lead to what may be labeled full employment, and that deviations from full employment are transitory and can be imputed to nonessential flaws [...](MINSKY, 2008a, p. 09, grifo nosso).

¹¹³ KEYNES, J. M. *A Treatise on Money*. Lançado em dois volumes, Vol. 1 e 2, primeiramente publicado em 1930.

Ao passo que “the view of The General Theory is that no such tendency to achieve and then sustain full employment exists” (MINSKY, 2008a, p. 09), ou seja, que não há nenhum mecanismo que conduz ao equilíbrio de pleno emprego e, portanto, o comportamento básico da economia seria cíclico.

Minsky compreende a TM como um aparato teórico baseado na decisão de produção e em sistemas simples de preferência, enquanto que a TG seria um ferramental analítico capaz de estudar as relações de investimento derivadas de um sistema em que a “speculative nature of asset holding and financing choices dominates production-function characteristics in determining investment output” (MINSKY, 2008a, p. 09), ou seja, um sistema em que as decisões monetárias sobrepujam as decisões de investimento produtivo. Minsky afirma que há aí uma passagem obscura e pouco explorada na interpretação teórica da TG que marca substancialmente a mudança de perspectiva e de ferramental analítico com relação ao processo de determinação do investimento na visão neoclássica: “a fundamental theme of The General Theory is that the asset-valuation process is a proximate determinant of investment.” (MINSKY, 2008a, p. 09).

Ao afirmar que a valorização dos ativos é um determinante próximo do investimento, Keynes revela que as decisões de investimento estão relacionadas ao nível expectacional dos agentes dessa economia. Tendo em mente que os rendimentos dos ativos são naturalmente relacionados à dinâmica especulativa dos mercados financeiros, pode-se criar uma atmosfera expectacional irreal sobre a rentabilidade real dos investimentos produtivos. No limite, os agentes podem preferir, dependendo do seu estado de expectativas, priorizarem investimentos em ativos financeiros – em alguns casos é preferível até reter moeda, diante de maiores níveis de incerteza – em detrimento de investimentos produtivos. Esses comportamentos possuem efeitos significativos sobre a economia, como será visto adiante.

Minsky (2008a; 2008b) afirma que sem a percepção dessas relações financeiras, quaisquer abordagens serão incapazes de determinar as relações relevantes nas decisões de investimento de um sistema capitalista. Não obstante, incluir as relações financeiras na análise de determinação dos investimentos abrange “a complex taxonomy involving many variables, a fine set of definitions, and nice distinctions among variants of the major concepts” (MINSKY, 2008a, p. 10). Portanto, a partir da TG “monetary phenomena emerged as a full, not a silent, partner in determining system behavior.” (MINSKY, 2008a, p. 10).

De acordo com Minsky (2008a; 2008b), é a partir do protagonismo da esfera financeira sobre as decisões de investimento da economia capitalista que a teoria de Keynes

revela uma idiossincrasia implícita de sua análise: que a economia capitalista é fundamentalmente instável. “This flaw exists because the financial system necessary for capitalist vitality and vigor – which translates entrepreneurial animal spirits into effective demand for investment – contains the potential for runaway expansion, powered by an investment boom” (MINSKY, 2008a, p. 11).

A referida expansão descontrolada (*runaway expansion*) à qual Minsky se refere é inevitavelmente interrompida porque uma série cumulativa de mudanças financeiras torna o sistema financeiramente frágil o que, por sua vez, pode provocar sérios problemas financeiros e estruturais na economia. Segundo o economista pós-keynesiano, Keynes chegou a essas conclusões observando o comportamento dos tomadores de decisão, que estão sempre sujeitos às incertezas irreduzíveis, o que o leva à conclusão de que “in his system, stability, even if it is the result of policy, is destabilizing”¹¹⁴ (MINSKY, 2008a, p. 11).

Minsky afirma que, assim, Keynes apontou um atributo inerente ao próprio capitalismo: “the tendency to generate stagnation and great depressions accompanied by financial collapse” (MINSKY, 2008a, p. 11). Mas, para Minsky a contribuição de Keynes foi além disso, porquanto:

His theory not only explained stagnation as well as boom, depression, and financial phenomena in an integrated fashion – making the anomaly of orthodox theory, the usual of Keynesian Theory – but it also led to a set of policy proposals to offset the consequences of depression and financial collapse (MINSKY, 2008a, p. 11).

Keynes sustenta que o sistema não é dotado de mecanismos estabilizantes, mas, ao contrário, é necessário que haja a intervenção de algum instrumento que não faça parte do próprio sistema, que exerça a função de reduzir a incerteza ambiental na tentativa de amenizar a instabilidade. Esse “instrumento” seria a postura ativa do Estado (governo e o banco central) sobre a economia, com o desenvolvimento e a implementação de políticas econômicas sistemáticas.¹¹⁵

4.2.1 A crítica de Minsky à Keynes

Apesar de todo o reconhecimento e inspiração na TG de Keynes, Minsky afirma que é necessário que se faça uma interpretação adequada da obra, que seja capaz de identificar o que é vital e o que não é essencial para a revisão radical que o próprio Keynes acreditava estar

¹¹⁴ Essa sentença será bem clara mais a frente, quando a HIF for tratada diretamente.

¹¹⁵ Uma das mais fortes heranças de Keynes na abordagem Minskyana é justamente essa: a proposição de políticas como meio de evitar grandes catástrofes no seio da economia. Em “Can ‘It’ Happen Again” Minsky propõe que uma combinação entre o Big Bank (Banco Central) e o Big Government poderia impedir que Ela (It), a grande crise de 1929, acontecesse novamente. Sobre a atuação do Banco Central ver Minsky (1957).

formulando. Minsky sustenta que “like many other seminal and original works, The General Theory is a very clumsy statement. Much of the old theory is still there, and a great deal of the new is imprecisely stated and poorly explained” (MINSKY, 2008a, p. 11-12). Em outras palavras, para Minsky, a própria TG apresenta falhas, tanto quanto à miscigenação com a teoria antiga quanto em passagens pouco claras.

Como resultado do que seria uma espécie de “nódoa” da antiga teoria na TG, Minsky aponta uma série de pontos críticos, especialmente em algumas passagens sobre investimento, taxas de juros e valorização dos ativos, afirmando que “he conceded much to the classical school.” (MINSKY, 2008a, p. 12). Ainda nesse mote, o pós-keynesiano usa as próprias palavras de Keynes, presentes no prefácio da TG, para indicar as limitações teóricas do autor e apontar as razões da existência de lacunas na proposição da TG:

Keynes stated in the preface that “The composition of this book has been for the author a long struggle of escape . . . from habitual modes of thought and expression” (GT, p. viii); however, his escape from the old was not complete. He acknowledged that the old ideas ramified “into every corner of our minds (GT, p. viii).” (MINSKY, 2008a, p. 12, grifo nosso).

Minsky explica que além das dificuldades teóricas da própria obra de Keynes – ligadas tanto à incipiência de qualquer novo *insight* quanto à dificuldade de propor uma estrutura teórica completamente independente da tradicional – há outras razões que colaboraram para abortar a *Keynesian Revolution*. Dentre essas, considera que Keynes não acompanhou e nem criticou de maneira suficiente as interpretações feitas a partir TG, salvo algumas explicações e impugnações.¹¹⁶

Ademais Minsky afirma que

it is difficult to understand how the standard interpretation and formalization, which in the main tradition took off from J. R. Hicks’s article, “Mr. Keynes and the ‘Classics,’ became the accepted interpretation of liquidity preference as equivalent to a variable velocity in the quantity theory (MINSKY, 2008a, p. 13).

Não obstante, nos trinta anos após a publicação da TG os economistas, inspirados pela economia Keynesiana, estavam seguros e afirmavam que “endogenous business cycles and domestic financial crises were a thing of the past, now that the secrets of economic policy had been unlocked.” (MINSKY, 2008a, p. 14). Minsky entende que o sucesso das políticas

¹¹⁶ Segundo Minsky (2008, p. 12) os únicos comentários que Keynes respondeu foram os do *Quarterly Journal of Economics*, de novembro de 1936, correspondendo ao “‘The General Theory of Employment,’ pp. 209–23”, concentrado principalmente na longa revisão de Viner. Um ensaio sobre taxas de juros em honra a Irving Fisher, “Keynes, ‘The Theory of the Rate of Interest,’ pp. 418–24.” E uma resposta a Ohlin no *Economic Journal* “Keynes, ‘Alternative Theories of the Rate of Interest,’ pp. 241–52.”

econômicas inspiradas em Keynes obscureceu o fato que está implícito em sua análise: a instabilidade da economia é endógena.¹¹⁷

Se aqueles fenômenos – *endogenous business cycles and domestic financial crises* – passaram a ser desacreditados pelos próprios “keynesianos”, então “an economic theory based upon a business cycle associated with a financial-instability view of how the economy operates can be replaced by theory with an equilibrium and steady-growth perspective” (MINSKY, 2008a, p. 15).

Segue-se, portanto, outra razão para o não avanço da *Keynesian Revolution* e a inexistência de um modelo mais profundo da teoria keynesiana: “is that the older standard theory, after assimilating a few Keynesian phrases and relations, made what was taken to be real scientific advances”¹¹⁸ (MINSKY, 2008a, p. 15).

Nesse cenário os resultados da evolução da teoria de Keynes, e da própria teoria econômica, pode-se observar que os “accomplishments of pure theory during the 1950s and 1960s are more apparent than real” (MINSKY, 2008a, p. 15), em razão de que os “problems of a financially sophisticated capitalist economy are under consideration.” (MINSKY, 2008a, p. 15). Assim, o que Minsky julga ser a principal contribuição de Keynes (as relações financeiras e suas implicações na esfera econômica) foi ignorada ou, no mínimo, subestimada. Quaisquer teoremas sobre a existência da incerteza, a importância da moeda e das finanças, seja na determinação dos investimentos como na expressão das posições em riqueza real, foram relegados ao segundo plano.

Em *John Maynard Keynes*, Minsky pontua o ultimo fator que pode ter abortado a *Keynesian Revolution* como a “adequação” da síntese neoclássica à postura política adotada nos trinta anos pós TG: “lessons drawn from the standard interpretation not only did not require any radical reformulation of the society but also were sufficient for the rather undemanding performance criteria that were ruling” (MINSKY, 2008a, p. 16).

Todavia, a partir dos anos 70 o cenário começa a mudar devido à ocorrência de fenômenos econômicos semelhantes aos dos anos 20 e 30 e, portanto, diante das limitações

¹¹⁷ Nas palavras de Minsky (2008, p. 11): “However, this victory for Keynes’s policy objectives and activist policy posture obscures the fact that implicit in his analysis is a view that a capitalist economy is fundamentally flawed.”

¹¹⁸ As “*real scientific advances*” às quais Minsky se refere são as formulações matemáticas e modelos otimizadores, correntemente relacionados a teoria do *mainstream* econômico, ou *standard* econômico, nas palavras de Minsky.

impostas pela síntese teórica estabelecida o comportamento da economia mundial tornava-se anômalo, conforme citação:

Financial instability and crises, now labeled crunches and squeezes, as well as periods of relative stagnation are occurring. Inflation now seems to be a chronic ailment of even the sophisticated economies. The world is now performing in ways that can be interpreted as anomalous from the point of view of the current standard theory (MINSKY, 2008a, p. 18).

Destarte, para Minsky, nesse cenário as interpretações e construções da síntese neoclássicas pareciam se dissolver, abrindo, concomitantemente, espaço para “extract from Keynes the ingredients that point to a radical reformulation of economic theory and to determine if these ingredients can serve as a point of departure for a new attempt at an alternative to the standard theory.” (MINSKY, 2008a, p. 18-19).

Assim, Minsky propõe resgatar as ideias revolucionárias de Keynes da miscelânea da síntese neoclássica, cuja interpretação está submetida à macroeconomia *mainstream*, bem como filtrar, a partir da obra original, as contribuições revolucionárias. O economista afirma que é necessário que se torne claro o quanto as ideias rejeitadas de Keynes propiciam uma visão diferente da oferecida pela macroeconomia tradicional, tanto no que tange ao comportamento da economia como no tocante às limitações da política econômica (MINSKY, 2008a). Para tanto, Minsky afirma que deverá “to sharpen some of the clumsy presentations and fill in some gaps in the argument of *The General Theory*.” (MINSKY, 2008a, p. 19). Construindo assim, um modelo teórico que identifique e empregue as reais contribuições de Keynes à teoria macroeconômica.

4.3 A construção do modelo de Minsky

A construção da interpretação alternativa da TG por Minsky (2008a, p. 54)

emphasizes that Keynes constructed a theory to explain the behavior of a capitalist economy which is sophisticated in its financial institutions. Such an economy is inherently flawed, because it is intractably cyclical—that is, such a capitalist economy cannot by its own processes sustain full employment, and each of a succession of cyclical states is transitory in the sense that relations are built up which transform the way in which the economy will behave.

Minsky também elenca algumas características fundamentais da economia capitalista à luz da TG, sejam elas: i) uma economia de mercado é caracterizada pela propriedade privada dos meios de produção; ii) em economias capitalistas financeiramente sofisticadas as instituições monetárias e financeiras determinam o modo pelo qual os fundos necessários são obtidos, tanto para a propriedade de itens no estoque de bens de capital como para a produção de bens de capital novos; iii) numa economia capitalista como a postulada por Keynes, os agentes possuem portfólios compostos de diversos tipos de ativos e passivos, reais (como

bens de capital) e financeiros, sujeitos à especulações e iv) os bancos, generalizadamente definidos com instituições especializadas em financiamento, são importantes (MINSKY, 2008a).

Na teoria de Keynes, a natureza transitória de cada fase do ciclo econômico tem sua causa na instabilidade dos investimentos, “but the deeper cause of business cycles in an economy with the financial institutions of capitalism is the *instability of portfolios and of financial interrelations*” (MINSKY, 2008a, p. 55, grifo nosso). A instabilidade provém das relações financeiras em “areas of decision where changing views about the future can most quickly affect current behavior” (MINSKY, 2008a, p. 55). A proposição central sobre essas “mudanças de visão” é o fato de que o futuro é incerto, desse modo, para “understand Keynes it is necessary to understand his sophisticated view about uncertainty and the importance of uncertainty in his vision of the economic process.” (MINSKY, 2008a, p. 55).

Minsky argumenta que, sob o prisma da incerteza, Keynes abre espaço para o estudo do ambiente cíclico e da natureza dos investimentos, em virtude de que, para Minsky, a TG de Keynes enfatiza os determinantes especulativos e financeiros sobre o que acontece na esfera econômica. Para o pós-keynesiano, esse novo paradigma permite a ampliação da compreensão dos fenômenos econômicos da realidade, uma vez que,

whereas classical economics and the neoclassical synthesis are based upon a barter paradigm – the image is of a yeoman or a craftsman trading in a village market – Keynesian theory rests upon a speculative-financial paradigm – the image is of a banker making his deals on a Wall Street (MINSKY, 2008a, p. 55).

O capítulo 3 do livro de Minsky *John Maynard Keynes* apresenta as “Perspectivas Fundamentais” da TG, sob sua interpretação. Nos capítulos subsequentes é apresentada sua teoria do investimento, incluindo a precificação dos ativos e a dinâmica das instituições financeiras, corroborando, portanto, com sua HIF.

4.3.1 Instabilidade Endógena

O princípio central da ideia dos ciclos em Keynes, adotada por Minsky, é que a estabilidade é instabilizante, pois “during each short-period equilibrium [...] processes are at work which will ‘disequilibrate’ the system” (MINSKY, 2008a, p. 59). Esses processo instabilizantes agem de modo que “not only is stability an unattainable goal; whenever something approaching stability is achieved, destabilizing processes are set off” (MINSKY, 2008a, p. 59).

A instabilidade é tão essencial no entendimento da economia capitalista que qualquer referência ao equilíbrio,¹¹⁹ tanto na visão de Keynes como para Minsky, “is best interpreted as a reference to a transitory set of system variables toward which the economy is tending” (MINSKY, 2008a, p. 59). E até mesmo esse sistema de variáveis para o qual a economia tende é *inatingível*, constituindo um alvo móvel, uma vez que enquanto “the economy moves toward such a set of system variables, endogenously determined changes occur which affect the set of system variables toward which the economy tends” (MINSKY, 2008a, p. 59).

Resumindo, Minsky se fundamenta na ideia de Keynes de que a economia capitalista é fundamentalmente e irremediavelmente instável, sendo essa a sua natureza, que não guarda nenhuma característica da tendência à estabilidade defendida pelo modelo Marshalliano. Assim, inevitavelmente o movimento essencial e natural da economia capitalista é *instável e cíclico*.

Entretanto, Minsky argumenta que “The General Theory is not a theory of the business cycle as such, but rather it is a theory of how the current transitory state of an economy is determined and how the robustness of these transitory states is undermined” (MINSKY, 2008a, p. 58). Ou seja, entende que o desenvolvimento teórico da TG permite compreender como é determinada a transitoriedade de uma economia capitalista, muito embora na TG não haja uma teoria dos ciclos e nem aborde extensiva e diretamente o tema.

O próprio Keynes admite o desafio de desenvolver uma teoria consistente dos ciclos econômicos e assume que a TG não oferece um arcabouço completo para análise dos ciclos tendo em vista que o “desenvolvimento desta tese [estudo dos ciclos] exigiria antes um livro que um capítulo, além de necessitar uma análise minuciosa dos fatos” (KEYNES, 1996, p. 293).¹²⁰

Segundo Minsky (2008a, p. 60),

the cyclical succession of system states is not always clearly presented in *The General Theory*. In fact, there are two distinct views of the business cycle, one a moderate cycle which can perhaps be identified with a dampened accelerator-multiplier cycle and the second a vigorous “boom and bust” cycle [...]

O primeiro tipo de ciclo é tratado no capítulo 18 da TG, e é descrito, como baseado em um “modest multiplier and a moderately fluctuating prospective yield of investment”

¹¹⁹ Para Vercelli “the dynamic concept of equilibrium is the least common denominator of various concepts of equilibrium specified from the semantic point of view, in relation to the dynamic forces which characterize a certain system according to a particular theory.” (VERCELLI, 1991, p. 14).

¹²⁰ Na TG, Keynes dedica o 22º capítulo – *Notes on the Trade Cycle* – para desenvolver um conjunto de diretrizes básicas que uma linha de investigação dos ciclos econômicos baseada na teoria por ele proposta deve conter.

(MINSKY, 2008a, p. 60). Nesse tipo de ciclo não há *booms* ou crises, apenas oscilações, nada que caracterize pontos extremos.

O segundo tipo de ciclo da citação é desenvolvido nos capítulos 12 e 22 da TG, trata-se do vigoroso, aquele com *booms* e crises. Contudo Minsky afirma que “nowhere in The General Theory or in Keynes’s few post-General Theory articles explicating his new theory are the boom and the crisis adequately defined or explained” (MINSKY, 2008a, p. 60) e que “the financial developments during a boom that make a crisis likely, if not inevitable, are hinted at but not thoroughly examined” (MINSKY, 2008a, p. 60).

Minsky considera que apesar dos *booms*, das crises e das deflações não serem estudados de maneira sistemática na TG “they are key elements for our understanding of Keynes’s argument” (MINSKY, 2008a, p. 60), justamente porque “these system states are *heavily determined by financial behavior, and the financial details of the economy*” (MINSKY, 2008a, p. 59, grifo nosso), que são, para o pós-keynesiano, as grandes contribuições de Keynes para a teoria macroeconômica – a análise do comportamento financeiro e a influência do mercado financeiro sobre toda esfera econômica.

Desse modo “the absence of an explicit and precise discussion of the details of booms and crises by Keynes should not really deter us from taking up this task” (MINSKY, 2008a, p. 61), dado que as contribuições de Keynes apontam diretrizes fundamentais para o entendimento dos ciclos econômicos. Assim, “in order to complete the picture we have to fill that hole: Keynes’s theory is incomplete without a model of the endogenous generation of booms, crises, and debt deflations” (MINSKY, 2008a, p. 61).

Destarte, Minsky considera a TG de Keynes incompleta, não no sentido de que não compreenda esses estados (*booms*, crises, etc.) como endogenamente gerados a partir do sistema econômico, mas sim no sentido de que não trata diretamente e sistemicamente da integração desses estados. Assim sendo, conclui que “the missing step in the standard Keynesian theory was the explicit consideration of capitalist finance within a cyclical and speculative context” (MINSKY, 2008a, p. 126), que se propõe fazer em sua teoria,

once capitalist finance is introduced and the development of cash flows (as stated in the interrelated balance sheets) during the various states of the economy is explicitly examined, then the full power of the revolutionary insights and the alternative frame of analysis that Keynes developed becomes evident. (MINSKY, 2008a, p. 126)

Nesse sentido a teoria de Minsky pretende explicar como os ciclos são gerados endogenamente no sistema econômico capitalista, a partir da dinâmica presente na esfera financeira, que compreende, grosso modo, as decisões de investimento da economia.

4.3.2 A incerteza

A descrição da incerteza e o processo de decisão sob condições de incerteza são temas fundamentais em Keynes e Minsky.

Essencialmente, o posicionamento dos agentes diante das incertezas faz com que componham seus portfólios com dois tipos básicos de ativos: os que rendem juros e os que oferecem liquidez, que geralmente é em moeda e títulos públicos. Destaca-se que,

embora a moeda não gere um rendimento, levando-se em conta o prêmio de risco especialmente baixo e o prêmio de liquidez especialmente alto, seus retornos totais podem ser, na margem, mais altos do que os retornos de outros ativos, levando a um aumento na parcela da moeda na carteira. Portanto, no caso geral, fica claro que a escolha de demandar moeda e mantê-la em carteira deve ser vista como uma escolha “positiva”, no intuito de aumentar os retornos esperados da carteira. A escolha de demandar e manter ativos líquidos como uma expressão da “preferência pela liquidez” é uma aposta que pode se revelar equivocada *ex post*, exatamente como no caso da demanda e retenção de outros ativos. (VERCELLI, 1999b, p. 23-24).

Essas decisões também estão embasadas nas probabilidades de ganho associadas aos ativos. No terceiro capítulo de *John Maynard Keynes*, Minsky, cita *A Treatise on Probability* de Keynes, afirmando que “in this work Keynes differentiates between the probability of a proposition and the weight attached to a proposition” (MINSKY, 2008a, p. 62).

Nesse livro, Keynes explica que o grau de crença racional (ou probabilidade) atribuído a uma proposição está condicionado às evidências, podendo ou não corresponder a um valor exato. Se há o conhecimento das circunstâncias objetivas então o valor atribuído à probabilidade será um número preciso, todavia, “in other cases, *more prevalent in the world and more relevant to economics*, objective criteria, which can be fully agreed upon by sophisticated observers, do not lead to any such precise numerical value” (MINSKY, 2008a, p. 62, grifo nosso).

Frequentemente as decisões devem ser tomadas nas duas circunstâncias, ou seja, ainda que o agente esteja diante do segundo caso – que é o mais comum, caracterizado pela impossibilidade de calcular uma probabilidade objetiva, baseada no conhecimento – o agente deverá posicionar-se. Quando a decisão é tomada em uma situação em que o critério objetivo não conduz a uma probabilidade precisa, em razão da ausência de conhecimento, o agente lança mão do que Keynes chama de “probabilidades subjetivas”. (MINSKY, 2008a). Minsky afirma que “such subjective probabilities, assigned on the basis of insufficient knowledge, are subject to quick and substantial changes; *thus processes due to decisions based upon such estimates can change both rapidly and markedly*.” (MINSKY, 2008a, p. 62, grifo nosso).

Além dessa probabilidade relacionada a uma proposição condicional (evidências), tanto com bases objetivas ou substantivas, há um fator substantivo que interfere na tomada de decisão, “this is the weight or confidence with which the assigned probability is used as a guide to action or decision” (MINSKY, 2008a, p. 63). Segundo Minsky (2008a), em *A Treatise on Probability*, Keynes concebe que o aumento das evidências acarreta a elevação do referido peso (ou confiança), que é o peso do argumento, relacionado à proposição em questão.

Resumindo, o que se quer afirmar é que

Keynes evoca duas medidas diferentes de incerteza: uma medida de primeira ordem (*probabilidade*), que se refere às melhores estimativas possíveis da “plausibilidade” da ocorrência de eventos, e uma medida de segunda ordem (*peso do argumento*), que se refere à confiança atribuída à medida de primeira ordem. (VERCELLI, 1999b, p. 24)

No âmbito do contexto dos problemas discutidos na TG as condições de confiança são instáveis, uma vez que “decision-making for the future by households, firms, and banks, events, such as crises, can radically diminish the confidence with which views of the world are held.” (MINSKY, 2008a, p. 63). Essa volatilidade nos níveis de confiança dos agentes indica que “emerging events can both change subjective-probability distributions assigned to future events and increase or decrease the confidence with which views are held.” (MINSKY, 2008a, p. 63). Baseado em Keynes, Minsky argumenta que, devido essas bases frágeis, a visão do futuro “está sujeita a mudanças bruscas e violentas”.

O que Minsky deseja destacar na obra de Keynes sobre o processo de escolhas pode ser lido abaixo:

What is essential, even fundamental, to any interpretation of Keynes is to recognize that Keynes came to the problems of economic choice that involve time (and thus uncertainty), and the behavior of an economy in which such choices are important, with a sophisticated philosophical framework for examining decisions that are made on the basis of imperfect knowledge, and that this intellectual framework permeated his economics. (MINSKY, 2008a, p. 63).

Sobretudo, segundo Minsky, Keynes deixa claro que *não há* meio que se possa substituir a incerteza (ou nível de confiança) por alguma espécie de estimação ou cálculo probabilístico que lhe seja equivalente.

Para Minsky a incerteza entra de forma determinante no comportamento dos agentes em dois pontos: i) nas decisões de portfólio das famílias, firmas e instituições financeiras e ii) nas expectativas de rendimento dos ativos de capital.

4.3.3 Decisões de portfólio sob incerteza

Segundo Minsky “*Keynes’s theory is an investment theory of the cycle, in which consumption is treated initially as determining a passive amplifier, so that aggregate fluctuations are determined by investment fluctuations.*” (MINSKY, 2008a, p. 65, grifo nosso). Portanto, para Keynes, as razões das flutuações no investimento não estão ligadas aos fatores tradicionais (variações na produtividade técnica, ou do capital, ou na frugalidade das famílias), uma vez que mesmo que esses fossem bem definidos e estáveis “*investment would still be liable to fluctuations*” (MINSKY, 2008a, p. 65). Isso é verdadeiro na perspectiva da TG porque o investimento está relacionado ao nível expectacional dos agentes, que, por sua vez, está sempre sujeito às mudanças bruscas e repentinas, devido às incertezas. Por esta razão,

the “reasons quite distinct” revolve around portfolio preferences, financing conditions, and uncertainty. Keynesian economics differs from neoclassical economics in that it integrates into a model of system behavior the uncertainty inherent in a decentralized capitalist economy [...] (MINSKY, 2008a, p. 65).

As condições de incerteza descritas na seção anterior expõem as bases sobre as quais os agentes realizam suas tomadas de decisão quanto à composição de seus portfólios. As decisões envolvem a atribuição de probabilidades (objetivas ou subjetivas) aos possíveis cenários econômicos, ponderadas pelo grau de confiabilidade (inferido pelo nível de incerteza) imposto sobre tal distribuição de probabilidades. Essas decisões estão, portanto, sujeitas à volatilidade.

Para Minsky (2008a, p. 66) “the effects of uncertainty upon desired portfolios and of evolving portfolios upon desired portfolios can be such that the equilibrium toward which the system tends not only is always changing but can change rapidly”. Então, os efeitos da incerteza sobre as decisões de portfólios dos agentes são capazes de mudar sempre, rapidamente e de forma brusca, o equilíbrio para o qual o sistema tende. Portanto, Minsky considera que “Keynesian economics as the economics of disequilibrium is the economics of permanent disequilibrium” (MINSKY, 2008a, p. 66).

Segundo Minsky, a principal forma pela qual a incerteza afeta o comportamento da economia capitalista é por meio da estrutura financeira: “uncertainty most directly affects the performance of a capitalist economy by affecting the financial structure, as exemplified by the interrelated portfolios of the various units.” (MINSKY, 2008a, p. 67).

O processo de precificação dos ativos e sua relação com a formação dos portfólios, bem como o ritmo de investimento, são discutidos no 4º livro da TG, todavia, para Minsky

(2008a, p. 67) “unfortunately, his [Keynes] discussion of finance and portfolios, and how they relate to the pricing of capital assets and the pace of investment, is muddled”. Para Minsky o que causa obscuridade no entendimento dessas relações é a supressão do preço dos ativos em termos de moeda na função preferência pela liquidez, uma vez que estes foram discutidos apenas em termos de taxa de juros. Deste modo, o objetivo de Minsky ao tratar esse tema é “take up the liquidity-preference function without suppressing capital-asset prices, and examine how asset valuation and the financing of positions are related” (MINSKY, 2008a, p. 67).

Para o pós keynesiano a unidade econômica em um sistema capitalista pode ser caracterizada por seu próprio portfólio, que corresponde a um “set of tangible and financial assets it owns, and the financial liabilities on which it owes.” (MINSKY, 2008a, p. 68). Cada unidade toma decisões de portfólio e cada decisão possui dois lados: “the first relates to what assets are to be held, controlled, or acquired; the second relates to how the position in these assets [...] is to be financed” (MINSKY, 2008a, p. 68). Em outras palavras: o que adquirir, ou manter, e como financiar.

Então, os diversos tipos de ativos e passivos diferem entre si de acordo com a natureza do fluxo de caixa que geram. Por sua vez, os fluxos de caixa para quaisquer ativos ou passivos podem assumir inúmeras características.¹²¹

Uma vez que as empresas possuem portfólios, compostos de ativos tangíveis e intangíveis, e tomam decisões sobre a composição desses; se cada ativo e passivo está relacionado a um fluxo de caixa, que por sua vez assume uma gama de características, então a atividade de uma empresa *não depende apenas* das condições do mercado em que está inserida “but also on the behavior of financial markets; on the terms on which it can borrow, sell assets, or float shares” (MINSKY, 2008a, p. 69).

Nesse sentido, o nível de preços dos ativos no mercado pode afetar os fluxos de caixa “and the market price of a longer-term instrument at any date will reflect the current market interest rates of appropriate maturity” (MINSKY, 2008a, p. 69). Do mesmo modo, o valor da moeda não é fixo com relação aos outros ativos, inclusive os de capital real, “the money price

¹²¹ Na seguinte citação do 4º Capítulo de John Maynard Keynes, Minsky fala sobre a variedade de características dos fluxos de caixa: “The cash flows for any asset or liability may be dated, demand, or contingent; they may be unconditional or may depend upon the functioning of the economy; they may be associated with owning or using an asset, or with the purchase or sale of an asset. The variety of cash payments in a modern capitalist economy is great. All the factor-payment types, wages, rents, interest, and profits, are cash flows. So are taxes and transfer payments, payments for final and intermediate output, and payments on financial instruments” (MINSKY, 2008a, p. 68).

of real and financial assets can change” (MINSKY, 2008a, p. 70). O valor da moeda é invariante apenas para contratos e dívidas expressos em termos de moeda. Portanto, mudanças na oferta de moeda ou nos preços dos ativos – variações nos elementos financeiros – podem implicar mudanças nas decisões de investimento das firmas.

Para Minsky a nova perspectiva revelada a partir da consideração das inter-relações financeiras nas decisões de investimento representa um novo paradigma, conforme citação:

Once financial interrelations are admitted to be of vital importance as determinants of how an economy functions, money and the monetary system are the natural starting point for economic theory. The special significance of money in a capitalist economy does not follow from the fact that money is the means of payment. [...] The relevant paradigm for the analysis of a capitalist economy is not a barter economy; the relevant paradigm is a system with a City or a Wall Street where asset holdings as well as current transactions are financed by debts. (MINSKY, 2008a, p. 70)

Portanto, Minsky deseja evidenciar a importância das estruturas financeiras na dinâmica de uma economia de mercado e, sobretudo, a influência que tem a moeda nessa dinâmica. Por esta razão, destaca que a análise de uma economia capitalista deve estar calcada no paradigma de *Wall Street* e não em uma economia de aldeia, enfatizando, assim, o fato de que as economias capitalistas são permeadas por relações financeiras sofisticadas e que, portanto, o sistema não pode ser representado por modelos simplistas que desprezem esse aspecto.

4.3.4 A moeda, o valor dos ativos e o financiamento das posições

Na TG, Keynes distingue três tipos de motivos para a demanda por moeda: para transação, precaução e especulação. O primeiro motivo corresponde à “necessidade de moeda para as operações correntes de trocas pessoais e comerciais” (KEYNES, 1996, p. 176), por sua vez, o motivo precaução faz referência ao “desejo de segurança com relação ao equivalente do valor monetário futuro de certa parte dos recursos totais” (KEYNES, 1996, p. 177); por fim, o motivo especulação corresponde ao “propósito de obter lucros por saber melhor que o mercado o que trará o futuro” (KEYNES, 1996, p. 177). Todavia, segundo Minsky (2008a, p. 72) “in The General Theory Keynes does not fully follow the lead of this definition of the speculative motive by emphasizing that securing profit by speculation involves the appreciation (or depreciation) of asset prices.”

Com a finalidade de explorar melhor a relação entre a demanda especulativa por moeda, as taxas de juros e preços dos ativos, Minsky realiza modificações na função de

demanda por moeda elaborada por Keynes na TG, desenvolvendo, portanto, uma nova função, designada Pk – que será descrita mais a frente.¹²² Seu argumento sustenta que

it is necessary to explicitly introduce the price level of capital assets, Pk , as a determinant of the demand for money so that changes in the quantity of money, which lead to a movement along a liquidity-preference function, or changes in uncertainty or in speculative expectations, which led to a shift in the liquidity-preference function, can affect the price of capital assets (MINSKY, 2008a, p. 72).

Ou seja, Minsky pretende tornar explícito o efeito que as mudanças na quantidade de moeda provocam sobre os preços dos ativos, de modo que “the speculative demand for money can act as a determinant of the price level of capital assets” (MINSKY, 2008a, p. 73). Keynes afirma que a demanda por moeda pelo motivo especulativo afeta o preço dos ativos, afetando primeiramente a taxa de juros, que, antes de qualquer pressão da demanda, estava dada para àquela quantidade de moeda.¹²³

Relacionando a moeda e o valor dos outros ativos, tem-se que um aumento da quantidade da moeda com relação a outros ativos e aos compromissos pagos em dinheiro, diminui o prêmio de liquidez em moeda e, portanto, aumenta o valor da liquidez incorporada, em graus diferentes, em outros ativos e passivos.

Assim, Minsky descreve como um aumento na oferta de moeda influencia a precificação dos ativos:

This impact of the supply of the secure asset M upon the price of capital assets can be combined with the speculative pricing of K , which reflects the desired, or acceptable, liability structure, i.e., the willingness to purchase capital assets by issuing debts which commit future payments, c , such debts being a “money” that is specialized to the purchase of capital assets. (MINSKY, 2008a, p. 87-88)

Faz questão de ressaltar o aspecto especulativo da moeda em razão de que não se vive em uma “economia clássica” e, portanto, os agentes têm que tomar decisões sob condições de incerteza. Nesse sentido os portfólios representam uma necessidade, conforme citação:

Furthermore, this is a capitalist world in which units have portfolios – assets and liabilities which embody yesterday’s views and both earn and commit today’s and tomorrow’s receipts. In a world with uncertainty, portfolios are of necessity speculative. The demand for money as a store of value exists because in a world where speculation cannot be avoided – where to decide is to place a bet – money is not barren (MINSKY, 2008a, p. 75).

¹²² Minsky também propõe a inserção dos substitutos próximos da moeda na função Pk . Essa reformulação tem uma implicação relevante para a teoria de Minsky, que será tratada mais a frente: “with the introduction of near monies we introduce, via the institutions whose liabilities are near monies, an endogenous determination of the effective quantity of money” (MINSKY, 2008a, p. 73, grifo nosso).

¹²³ O preço dos ativos tem uma relação inversa para com a taxa de juros. Para uma explicação ver a resposta de Keynes à crítica de Viner em Keynes (1973).

Ao afirmar que a moeda não é inerte, mas, justamente ao contrário, Minsky sustenta que, tanto ela quanto demais os ativos líquidos – por exemplo, os depósitos bancários, ou ainda, outros substitutos próximos da moeda, se estes forem críveis – são demandados por serem capazes de oferecer segurança aos agentes diante de situações inesperadas, como uma queda imprevista nos fluxos de caixa.

Outra situação em que a moeda pode ser retida pelos agentes é para assegurar a disponibilidade de recursos com a finalidade de saldar “payments on liabilities [que] may exceed available cash from operations or asset contracts” (MINSKY, 2008a, p. 77), especialmente nos casos em que os ativos têm que ser obrigatoriamente vendidos para fazer frente aos passivos.¹²⁴ Todavia, “the stock of liquid goods entails wastage and carrying costs” (MINSKY, 2008a, p. 82) e é por isso que os agentes precisam tomar decisões de alocação de seus portfólios, uma vez que o custo de carregamento dos ativos líquidos, que são mais convenientes – devido ao grau de confiabilidade e, portanto, liquidez, a eles atribuídos – representam custos de oportunidade diante dos ativos que possuem rendimentos.

Nesse âmbito, Minsky explica que o capítulo 17 da TG, “As Propriedades Essenciais dos Juros e do Dinheiro”, proporciona uma discussão obscura dos objetos que se propõe analisar, por não tratar explicitamente das estruturas de passivos e obrigações de pagamentos e por desconsiderar o fator especulativo no rendimento dos ativos. Por isso, Minsky acusa Keynes de beirar a visão clássica:

Is flawed because he does not explicitly introduce liability structures and the payment commitments they entail at this point, even though this entered into his definition of the precautionary demand for money. Furthermore chapter 17 is obscure because he slips, almost as if by second nature, back into the world of the classical economy. In chapter 17 the accumulation process that is described leads to a decline in the yields on reproducible assets – presumably because of diminishing productivity as factor proportions change. (MINSKY, 2008a, p. 77).

Então, o pós-keynesiano se propõe a ajustar e desenvolver os *insights* do capítulo 17 da TG, tanto por meio da colocação explícita das estruturas de passivos dos agentes, como pela sustentação do argumento de estar lidando com um tipo de estrutura cíclica e especulativa. Considerando que, a partir dessas “correções”, o capítulo proporcionará “ingredients for an explanation of a speculative investment boom and of why such a boom contains, in the development of a crisis-prone setup, the seeds of its own destruction.” (MINSKY, 2008a, p. 77).

¹²⁴ “The possibility that assets may have to be sold to make payments due on liabilities raises the question of why the liability structure of an organization will be such that the cash-payment commitments cannot be satisfied by receipts from operations and the fulfillment of contractual terms on owned financial assets” (MINSKY, 2008a, p. 77). Esse tipo de situação ainda será abordado adiante.

A última citação sinaliza a base fundamental para a constituição da HIF: como o investimento especulativo conduz a um *boom* e como esse, por sua vez, endogenamente se transforma em uma crise econômica. Minsky argumenta que a sucessão de estados transitórios que geram os ciclos econômicos depende do processo de valorização dos ativos, algo implícito, mas não explicado, no capítulo 17 da TG (MINSKY, 2008a).¹²⁵

O processo de valorização dos ativos também está associado ao nível de confiabilidade que lhes é conferido. Conforme citação: “the visible rate of return on an asset will vary inversely with the quality of the market for the asset, or with the time to maturity, or with other measures of the ease of disposal and the certainty of its sale price” (MINSKY, 2008a, p. 79). Não obstante, o valor obtido pela capitalização de um ativo *não* é correspondente ao valor que esse ativo pode ser vendido no mercado, este valor, por sua vez, “is a *pure valuation of expected cash flows from operations*” (MINSKY, 2008a, p. 79, grifo nosso). Em outras palavras: o valor de mercado dos ativos é determinado a partir das expectativas dos agentes.

A formação de expectativas dos agentes se dá sob mercados que não são perfeitos e, portanto, os agentes são obrigados a especular:

the fundamental speculative decision of a capitalist economy centers around how much, of the anticipated cash flow from normal operations, a firm, household, or financial institution pledges for the payment of interest and principal on liabilities. Liabilities (debts) are issued to finance – or pay for – positions in owned assets; for operating firms the plant and equipment are the owned assets (MINSKY, 2008a, p. 84).

Então, Minsky afirma que as firmas especulam sobre sua capacidade de saldar seus passivos quando estão diante de decisões que envolvem contratos que podem gerar passivos nos próximos períodos de tempo, desse modo, “the firm in accepting a liability structure in order to hold assets is betting that the ruling situation at the future dates will be such that the cash payment commitments can be met: it is estimating that the odds in an uncertain future are favorable.” (MINSKY, 2008a, p. 84). Em outras palavras: as firmas determinam suas estruturas de passivos baseadas nas expectativas que formam quanto a sua capacidade de saldá-los no futuro.

Embora Minsky se interesse em examinar como os preços de mercado dos ativos variam com relação à valorização atribuída à liquidez, o prêmio de liquidez¹²⁶ *não* é um

¹²⁵ Como a HIF está no âmago da teoria de Minsky, será dedicado maior detalhamento acerca do processo de valorização dos ativos que, necessariamente, abarca a demanda por moeda e o modelo de financiamento das firmas.

¹²⁶ O conceito de prêmio de liquidez é assim conceituado na TG por Keynes (1996, p. 222): “o poder de dispor de um bem durante certo tempo pode oferecer uma conveniência ou segurança potencial que não é igual para os bens de natureza diferente, embora sejam do mesmo valor inicial. Não há, por assim dizer, nenhum

diferencial de preço dos ativos, uma vez que esse diferencial reside “in the anticipated or contractual cash flows of different assets with the same market valuations” (MINSKY, 2008a, p. 80).

Nesse âmbito, Keynes distingue três tipos de ativos: capital instrumental, estoque líquido de bens e moeda. De acordo com Minsky, suas características são:

The return q from an asset [capital instrumental] is the cash flow that the asset will yield from operations, or by contract; [...] the stock of liquid goods suffer some wastage or carrying costs, c , and money produces neither a yield nor imposes carrying costs, but is liquid, l — that is, it can readily be disposed of. (MINSKY, 2008a, p. 80).¹²⁷

Portanto, “each firm has a balance sheet, a collection of assets and liabilities, which yields a cash flow, q , from operations and contract fulfillment and which entails a cash flow, c , owing to the liabilities the firm has outstanding” (MINSKY, 2008a, p. 85).

Ao analisar os supracitados fluxos de caixa, Minsky (2008b) desenvolveu uma taxonomia que permite avaliar, por meio da estrutura de financiamento refletidas nestes fluxos de caixa, o *grau de fragilidade financeira* ao qual as unidades estão expostas. Três distintas estruturas de financiamento foram identificadas, denominadas por ele como *hedge*, especulativa e *ponzi*. Ou seja, *Hedge-financing*: ocorre quando os fluxos de renda cobrem os juros e o principal da dívida, de modo que uma elevação inesperada na taxa de juros poderá não prejudicar a solvência da empresa. Todavia, se houver grandes variações na renda a empresa pode ter dificuldades em arcar com seus passivos. Esse é considerado o modo mais seguro de financiamento, por apresentar baixa fragilidade diante da exposição às condições do mercado de financiamento.

As outras duas estruturas de financiamento são caracterizados por maior fragilidade. O *Speculative-financing* ocorre quando em alguns períodos os fluxos de receitas não são suficientes para cobrir os juros da dívida, então, variações inesperadas tanto na receita como nos juros podem prejudicar a solvência da empresa. Tal modo de financiamento é considerado como nível de segurança intermediário, uma vez que apresenta um nível de exposição às condições de financiamento do mercado maior que o identificado no *hedge*. Por sua vez, o *Ponzi-financing* é identificado quando os fluxos de receita não são suficientes para cobrir os

resultado em forma de produção no fim do período considerado e, mesmo assim, trata-se de algo pelo qual as pessoas estão dispostas a pagar um preço. Chamaremos prêmio de liquidez l de certo bem ao montante (medido em termos de si mesmo) que as pessoas estão dispostas a pagar pela conveniência ou segurança potenciais proporcionadas pelo poder de dispor dele (excluindo o rendimento ou os custos de manutenção que lhe são próprios).”

¹²⁷ Para o capital físico real (instrumental) o q é a quase renda marshalliana – “it is total revenue minus total out-of-pocket costs.” (MINSKY, 2008a, p. 80).

juros e o principal, de modo que há um aumento na dívida, assim, variações na renda ou nos juros poderão colocar a empresa em uma situação de insolvência. Esse perfil de financiamento é avaliado como altamente frágil, uma vez que a solvência da unidade está completamente exposta às condições do mercado.

Durante seus programas de investimentos as empresas tendem a modificar seus perfis de endividamento, “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, p.09). Para explicar como as firmas se deslocam ao longo das supracitadas estruturas de endividamento, Minsky coloca a seguinte questão: “*How do units get into a position where their cash outflow due to commitments is greater than their cash inflow due to operations?*” Dentre as respostas que o próprio autor oferece estão: i) quando a empresa está engajada em um projeto de investimentos com recursos externos; ii) por erro de cálculos tanto na superestimação dos fluxos de caixa líquidos, como por ser excessivamente otimista com relação às vendas ou aos custos; a última é iii) por ter devedores que possuem contratos em *default*, o que pode, em uma rede intimamente articulada de relações financeiras, causar um efeito dominó (MINSKY, 2008a).

Por conseguinte, Minsky argumenta que ao longo do processo de aceleração dos investimentos, os agentes econômicos realizam, gradualmente, a transição entre níveis de fragilidade financeira, passando (não necessariamente de forma consciente) de uma posição segura (*hedge*) para uma especulativa e, em seguida, para uma situação de grave endividamento (*ponzi*). Esse processo é conduzido por expectativas (exacerbadamente) positivas, calcadas nas expectativas da capacidade de financiamento da empresa diante das expectativas de rentabilidade de seus investimentos. Portanto, se pode afirmar que,

o aumento da fragilidade financeira é produzido por um lento e não percebido processo de erosão das margens de segurança de firmas e bancos, em um contexto no qual o crescimento de lucros e rendas “validam” o aumento do endividamento. (FILHO *et al*, 2008, p. 09, grifo do autor).

Para ilustrar a não percepção dos agentes quanto a sua exposição financeira, Minsky explica que é possível que uma empresa, durante algum período de tempo – especialmente durante os investimentos em uma planta ou equipamento que ainda não é capaz de gerar receitas – veja-se diante de fluxos de caixa no qual o passivo se sobrepõe às receitas de produção esperadas. Assim, “as the cash payments need to be made, the unit can sell financial assets, draw down cash, or sell its own debt.” (MINSKY, 2008a, p. 84). Também é

possível que na tentativa de manter seus investimentos em curso a empresa veja-se diante de uma situação financeira ainda mais complicada, ou seja, “a unit may have the principal amount of some debt outstanding falling due and not have the cash or liquid assets on hand to meet the payment.” (MINSKY, 2008a, p. 84). Nessa situação a firma pode pagar seu débito por meio da aquisição de um novo passivo, rolando a dívida ou renegociando-a.

Um meio de financiar essas dívidas é emitir um débito que carregue compromissos dos fluxos de caixa sintonizados com as expectativas de receita. Esse tipo de operação pode ser considerado arriscado, contudo, em situações em que as expectativas de mercado são muito positivas o potencial de financiamento das firmas costuma ser alto em razão da valorização de suas ações no mercado financeiro, bem como também devido ao próprio nível elevado das expectativas quanto ao futuro potencial de financiamento das firmas pode possuir alta valorização quanto a sua liquidez, então o mercado “offer more satisfactory terms on instruments for which the repayment of principal leads to cash flows that exceed the cash flows anticipated from owned assets” (MINSKY, 2008a, p. 85).

Em sua explanação sobre os meios de financiamento das empresas, Minsky inclui a noção de um subconjunto de ativos que faz parte do balanço das firmas e que possui um mercado secundário, conforme Minsky (2008a, p. 85):

There is a subset of assets in the balance sheet which have a good secondary market, so that the firm can expect to dispose of them at a fairly firm price. Furthermore, these assets can be disposed of without seriously affecting the q from plant and equipment. An operating firm therefore has to speculate on $q - c$, and on the assets to be owned which are valued for their disposal properties, i.e., assets which yield implicit returns in the form of l .

Então, uma firma pode adquirir, aumentando, c , ativos adicionais que ampliam q , acarretando, por outro lado, a queda de ativos líquidos, l . Mas também é possível “increase its l by increasing its c ; firms and households often have debts and own liquid assets” (MINSKY, 2008a, p. 86).

Essas formas de financiamento das atividades produtivas da empresa descritas por Minsky revelam que “a decision to invest is a decision to emit liabilities or decrease liquidity: “the cash received in exchange for commitments c is the currency used to pay for the investment” (MINSKY, 2008a, p. 86, grifo nosso), do mesmo modo, adquirir ativos secundários “is a decision to emit liabilities that are obligations to make payments c or to decrease liquidity” (MINSKY, 2008a, p. 86).

Nada obstante, outras negociações entre os empresários também caracterizam a elevação de c e a diminuição de l . Essas transações são especialmente intensificadas durante o

estado de *boom* econômico, diante das expectativas positivas dos agentes. De acordo com Minsky (2008a, p. 86)

in the corporate maneuverings, takeovers, mergers, and conglomerate expansions that characterize a boom, the c flow commitments increase relative to the expected q flow receipts. Furthermore, in the euphoric atmosphere of a boom, when optimistic views of the future prevail, the ratio of the market price of assets that command a liquidity premium l to the market price of other financial assets that yield c is decreased: liquid-asset interest rates rise relative to other rates.

Em síntese, pode-se dizer que valor dos ativos é predominantemente determinado por expectativas e a estrutura de passivos é determinada por compromissos com débitos financeiros e operacionais. Deste modo, Minsky se baseia na concepção de Keynes para explicar o ritmo de investimento da economia que é, portanto, determinado a partir da relação entre dois níveis de preços: o preço de demanda do investimento e o preço de oferta do investimento.

4.3.5 Especulação e investimento: preço de demanda e preço de oferta

Minsky (2008a) argumenta que a especulação fundamental da sociedade capitalista tem duas faces: “the acquisition of capital assets and the putting out of commitments to pay cash embodied in the liabilities used to finance such capital acquisitions”. (MINSKY, 2008a, p. 86) Se a especulação é bem sucedida então,

the cash flows, including appreciation of capital-asset prices resulting from the asset acquisition, will be more than sufficient to meet the payment commitments due to the liabilities. This will increase the capital value of the owning firm; that is, the market valuation of $q - c + l$ will increase by more than the cost of the investment. (MINSKY, 2008a, p. 86).

Portanto, em uma economia capitalista moderna com mercados de ativos, o sucesso na especulação resulta em apreciações do valor de mercado das firmas de tal modo que seja possível saldar seus investimentos. Nesse ambiente, “the well-being of a firm’s decision-makers is tied up through ownership, stock warrants, or bonuses in the firm’s common stock doing well.” (MINSKY, 2008a, p. 86). Por essas razões, o objetivo dos tomadores de decisão é obter sucesso na aquisição de ativos que elevem o q de seus portfólios, bem como também adquirir ativos que os tornem mais seguros, ou seja, que os ativos em carteira possuam liquidez elevada. Logo, faz-se questão de ressaltar que: “Businessmen, as they play the mixed game of skill and chance that is business, are inescapably speculators” (MINSKY, 2008a, p. 86).

Em *John Maynard Keynes*, Minsky faz uma citação da TG em que Keynes adverte sobre o potencial de risco das atividades especulativas para a atividade empresarial, bem com explicita a imbricação do mercado de ações e do mercado de produção de bens:¹²⁸

Os especuladores podem não causar dano quando são apenas bolhas num fluxo constante de empreendimento; mas a situação torna-se séria quando o empreendimento se converte em bolhas no turbilhão especulativo. Quando o desenvolvimento do capital em um país se converte em subproduto das atividades de um cassino, o trabalho tende a ser malfeito. (KEYNES, 1996, p. 168).

Depreende-se dessa citação que as atividades especulativas dos agentes podem chegar a pontos exacerbados de tal modo que o mercado de capitais pode se transformar em fonte de malogro para as atividades produtivas de uma economia. Em razão de que a exacerbação da atividade especulativa pode distorcer (supervalorizar ou sobrevalor) os preços dos ativos. Por exemplo, o *boom* do mercado acionário que acompanha um *boom* de investimento gera um estímulo alternativo, uma espécie de *feedback* positivo entre a especulação nas bolsas e especulações por parte das empresas quanto ao seu rendimento potencial.

A valorização no preço de mercado das ações ordinárias de uma empresa na bolsa de valores significa que o valor de mercado da empresa elevou-se, e, portanto, seu risco de tomadora de empréstimos é menor, dado que, para os bancos e outras instituições financeiras, isso indica que a capacidade de pagamento de débitos da empresa é maior, implicando que “that the firm can issue more debt – undertake additional commitments to pay cash *c*.” (MINSKY, 2008a, p. 87). Em outras palavras: a valorização das ações de uma empresa pode ampliar sua capacidade de financiamento, o que encoraja a demanda por investimentos.

Minsky estabelece essa relação por meio de uma função que expressa o valor capitalizado do rendimento esperado de um dado ativo K : $Pk = K(q, M)$, em que Pk é o preço de um ativo de capital existente, q é o rendimento desse ativo e M é a oferta de moeda. A relação entre o Pk , seu rendimento, seu preço e a oferta de moeda é positiva.

Deste modo, Pk também guarda relação com o nível de incerteza, uma vez que, quanto menor for o nível de incerteza menor será a preferência por ativos líquidos, e, portanto, maior a preferência por outros tipos ativos não tão líquidos, entre eles os ativos de capital. Minsky coloca o seguinte sobre Pk :

Inasmuch as Pk (the price of a unit in the stock of capital assets) is a determinant of the demand price for a unit of newly produced capital assets, i.e., investment, variations in Pk become a proximate cause of variations in investment; variations in

¹²⁸ Essa questão será abordada com mais detalhes adiante.

Pk will occur as M changes with a stable function and as the function shifts. The function will shift as the subjective views about prospective yields, the q 's, and the value of liquidity, l , change. (MINSKY, 2008a, p. 88)

Então, resgata novamente Keynes, ao discutir sobre o potencial de instabilidade inoculado na função de decisão dos agentes, conforme citação:

because both the prospective yields and the premiums on liquidity reflect views about the future, both the views held and the confidence with which they are held are subject to “sudden and violent changes” of the kind Keynes wrote about. Thus the Pk function, though a useful expository tool, shifts around, rising during boom times and collapsing after a crisis. (MINSKY, 2008a, p. 88)

Assim, se demonstra que a função Pk é fortemente influenciada pelas expectativas dos agentes quanto ao futuro. Minsky afirma ainda que sua função Pk é preferível à função de preferência pela liquidez de Keynes, pelas seguintes razões:

It is preferable to the liquidity-preference function because it quite clearly generates prices for items in the stock of capital assets and financial assets; it also is preferable because, as it has been derived, the Pk function includes in the valuation of assets their ability to generate cash by sale – i.e., their liquidity. Inasmuch as the premium which units will pay for this ability to generate cash will vary, the ability of *monetary changes to affect the economy becomes dependent upon what is happening to liquidity premiums*. (MINSKY, 2008a, p. 88, grifo nosso)

Portanto, a análise desenvolvida por Minsky que corroborou para a construção da equação Pk proporciona não só o entendimento da formação do nível de preços das ações nos mercados, como também da concepção dos preços relativos entre os diversos títulos e também para com a moeda. Além disso, Pk estabelece a relação entre o rendimento dos ativos (q e l) e dos passivos (c) e a oferta monetária – que, por sua vez, contribui para a determinação do próprio prêmio de liquidez.

Entretanto, a apreciação desenvolvida em torno de Pk diz respeito apenas à formação dos preços dos ativos de capitais e dos outros diversos ativos nos mercados financeiros, ou seja, o preço de demanda do investimento. Mas os ativos de capital podem ser produzidos e existem custos envolvidos nessa produção, bem como novos contratos de dívida podem derivar a partir daí e por isso Minsky afirma: “we now have to investigate the relation between the price of capital assets and their production, i.e., investment” (MINSKY, 2008a, p. 89).

A introdução do preço de oferta (Pi) permite avaliar a influencia dos custos reais, sejam eles custos financeiros (custos de se adquirir e manter empréstimos, por ex.) e custos operacionais, nas decisões de investimento dos agentes. Por outro lado, o preço de oferta, (Pi), não se refere ao preço de mercado “ao qual pode comprar-se efetivamente no momento um

bem desse tipo, mas o preço que bastaria, exatamente, para induzir um fabricante a produzir uma nova unidade suplementar desse capital” (KEYNES, 1996, p. 149).

Portanto, o preço de oferta, (P_i), está relacionado com o custo real do investimento na produção de uma unidade adicional, isto é, relaciona-se com as condições de financiamento. Essas, por sua vez, estão relacionadas com as expectativas de rendimento de curto prazo de novos investimentos. Para Minsky (2008a, p. 93) “the prospective returns from the ownership of a capital asset [Q 's] are compounded from two items: the cost relations, which reflect the known production relations, and estimates as to how the economy and the producing unit will do”. Ou seja, os determinantes do investimento em ativos de capital compreendem um componente relacionado a fatores reais (relações de custo) e outro relacionado a fatores expectacionais (como a economia e a produção vão se comportar no futuro).

Então, quanto maior for o rendimento esperado (Q 's) diante dos custos de produção de um bem adicional, maior será o investimento, assim, “the supply price of the capital asset can best be interpreted as a schedule, in which higher demand prices for capital assets will yield greater outputs of investment goods” (MINSKY, 2008a, p. 93).¹²⁹

Assim se vê que os dois níveis de preços (P_k e P_i) são determinados de formas distintas e também apresentam ritmos de variação diferentes: os que estão ligados à produção, preços de oferta, variam de forma lenta, enquanto que os determinados no mercado de capitais, preços de demanda, podem variar de forma rápida.¹³⁰ Tem-se assim, no mesmo modelo, um nível de preços expectacional (que está ligado ao rendimento potencial) e um nível de preços real (que está ligado aos investimentos em bens de capital). Isso tem uma implicação fundamental: “Thus the relation between the two price levels can change quite quickly; we have a price level of current output which is in principle sluggish, and a price level of capital assets which is in principle volatile.” (MINSKY, 2008a, p. 89).

Sobretudo, Minsky aponta que quanto maior for o rendimento potencial de um negócio, isto é, quanto maior for o P_k , e quanto menor for o custo para realizar novos

¹²⁹ Pode-se ainda dizer que, “a relação entre a renda esperada de um bem de capital [Q 's] e seu preço de oferta ou custo de reposição (P_i), isto é, a relação entre a renda esperada de uma unidade adicional daquele tipo de capital e seu custo de produção, dá-nos a *eficiência marginal do capital*” (KEYNES, 1996, p. 149, grifo do autor).

¹³⁰ Whereas wages and the current costs of producing output, and thus the offer prices of current output, move sluggishly, the prices of units in the stock of capital assets and, more directly, the price of equity shares traded on the exchanges can move rapidly. (MINSKY, 2008a, p. 89).

investimentos, isto é, quanto menor for o P_i , maiores serão os incentivos para realizar novos investimentos produtivos. Portanto, mostra-se assim que,

the cash flows that capital assets are expected to generate as they are used in production and the supply schedule for newly produced capital assets (i.e., investment goods) are the foundation stones on which Keynes builds the real-sector influences upon investment. The cash flows are obviously a flow over a time period, whereas the supply price is a current value. As they stand, these basic concepts are not commensurable. (MINSKY, 2008a, p. 94)

Então, “the model is a *two-price-level model*, where, in the short run, current output and capital-asset prices depend upon different market processes” (MINSKY, 2008a, p. 89, grifo nosso).

Segundo Minsky (2008a), Keynes propõe relacionar esses preços de duas maneiras: i) por meio da construção de uma relação negativa entre o investimento e a taxa de juros,¹³¹ isto é, uma escala da produtividade marginal do capital – que se tornou parte dos modelos neoclássicos (MINSKY, 2008a) – e ii) através da capitalização de Q 's com a finalidade de gerar o preço de demanda pelo investimento em produção.

Minsky considera que “Keynes apparently believed that the two constructs are equivalent and seemed to attach no great importance to the different modes of exposition.” (MINSKY, 2008a, p. 95). Contudo, Minsky discorda da equivalência estabelecida entre a capitalização de Q 's e a relação negativa entre o investimento e a taxa de juros, justificando que essa relação sobrevaloriza o papel da taxa de juros corrente sobre as decisões de investimento, fazendo com que, na prática, os juros exerçam a conexão entre o lado real e o financeiro da economia, quando, na sua visão, as decisões de investimento são realizadas principalmente com base nas expectativas de rendimento dos investimentos.

Deste modo, Minsky afirma que a suposição da equivalência entre as duas construções que estabelecem a relação dos dois níveis de preços relaxa o aspecto da incerteza na tomada de decisão, aspecto que também se estende às interpretações neoclássicas da TG de Keynes.¹³² Por conseguinte, Minsky aponta diferenças entre esses a capitalização de Q 's e a relação entre investimento e taxa de juros:

¹³¹ Segundo Minsky, “Keynes constructed a negatively sloped schedule, to use in linking the interest rate determined in financial markets to the pace of investment, by combining decreasing prospective yields with accumulation and a rising supply price of capital-goods output” (MINSKY, 2008a, p. 97). Todavia, Minsky argumenta que com “this choice of construct by Keynes led to an undue emphasis upon the interest rate, which to Keynes was always an attribute of money loans, as the tune caller and to too ready acceptance of the proposition that the marginal efficiency-of-capital schedule was not essentially different from the negatively sloped investment schedules that were drawn by classical economists” (MINSKY, 2008a, p. 97).

¹³² De acordo com Minsky isso foi sancionado pelo próprio Keynes e, para sustentar seu argumento, Minsky faz a seguinte citação da própria TG: “Nor is there any material difference . . . between my schedule of the

the capitalizing formula is a more natural format for the introduction of uncertainty and risk preference of asset holders into the determination of investments than is the marginal efficiency schedule, which has been too casually linked by both Keynes and his interpreters to the productivity-based investment functions of the older, standard theory. (MINSKY, 2008a, p. 98).

Minsky também acrescenta que “the capitalization of the prospective yields to generate a demand price for capital assets is a more natural way to approach the problems of fluctuating investment than the marginal-efficiency-of-capital schedule” (MINSKY, 2008a, p. 98). Portanto, a abordagem da capitalização (Q 's) permite compreender como o preço de mercado das ações influencia o ritmo de investimento da firma por meio da seguinte relação:

[...] share prices together with the market value of debts give us a market valuation of the bundles of capital assets collected in a firm. If the market valuation is high relative to the supply price of such assets newly produced, then presumably the pace of investment in such assets will be stepped up (MINSKY, 2008a, p. 99).

A capitalização dos rendimentos futuros de uma firma entra em sua análise de decisão de investimento por meio da seguinte relação: “the higher the market valuation of shares for a given interest rate and set of yields, the greater the capitalization factor on the prospective yields” (MINSKY, 2008a, p. 99).

Então, no que tange a relação entre a taxa de juros, a moeda e a capitalização dos rendimentos, Minsky faz a seguinte consideração: “the rate of interest on a fixed supply of money loans (outstanding contracts) will vary inversely with the money supply, and the capitalization rate will vary directly with the money supply” (MINSKY, 2008a, p. 101). Assim, quanto maior for a oferta de moeda, menor será a taxa de juros e maior será a capitalização dos rendimentos futuros.

As incertezas que permeiam as decisões de investimento também estão presentes nas relações intrincadas entre a taxa de juros, a oferta monetária e o preço dos ativos, no seguinte sentido apontado Minsky (2008a, p. 102):

(1) the link between the quantity of money and the interest rate on money loans; (2) the link between the interest rate on money loans and the capitalization rate on particular streams of prospective yields; (3) fluctuations in prospective yield due to changes in longer-term expectations.

Sobretudo, Minsky entende que “the fundamental relation in the theory of investment is the demand price of capital assets as determined by the capitalization of prospective yields” (MINSKY, 2008a, p. 99), em outras palavras, o que Minsky pretende é

marginal efficiency of capital or investment demandschedule and the demand curve for capital contemplated by some of the classical writers” (KEYNES, 1936, p. 178 apud MINSKY, 2008a, p. 97)”. Como também faz a dedução das formulas de capitalização e da curva que relaciona os juros e o investimento. (Cf. Cap. 5 de Minsky 2008a).

destacar o componente expectacional – diminuindo a importância clássica atribuída à taxa de juros – nas decisões de investimento das firmas.

Nesse âmbito deve-se enfatizar que “the fundamental fact about this aggregate $Pk(M,Q)$ function [função do preço de demanda] is that it is unstable” (MINSKY, 2008a, p. 103, grifo nosso). Isto é, na interpretação de Minsky, *o determinante principal do investimento produtivo é instável. A perspectiva de rendimento futuro (Q 's) do negócio está, portanto, sujeita a alterações súbitas, e até mesmo bruscas, por lidar com as expectativas dos agentes – que estão sujeitas às incertezas – de modo que o investimento é naturalmente propenso à instabilidade.*

Em síntese, pode-se dizer que o ritmo de investimento está baseado na relação entre os dois preços apresentados: quanto maior for o preço de demanda do investimento (Pk) e quanto menor preço de oferta do investimento (Pi), maior será o estímulo a investir. “Nevertheless, an increase in the demand price will not result in a rise in investment unless financing is forthcoming.” (MINSKY, 2008b, p. 253). Portanto, o comportamento das instituições financeiras diante das expectativas é *fundamental* na efetivação dos investimentos no modelo descrito por Minsky, logo, as instituições financeiras e o cenário financeiro como um todo desempenham um papel crucial na teoria de Minsky e são tratadas na próxima seção.

4.3.6. Instituições financeiras e instabilidade

Minsky afirma que não apenas as instituições caracterizadas como bancos configuram o cenário legal e institucional do sistema financeiro

the line between commercial banks, whose liabilities include checking deposits, other depository thrift institutions, miscellaneous managers of money (like insurance companies, pension funds, and various investment trusts), and investment bankers is more reflective of the legal environment and institutional history than of the economic function of these financial institutions. (MINSKY, 2008b, p. 249).

Sobretudo, o economista destaca que os bancos que assumem a postura descrita em sua teoria muito diferem do que o *mainstream* apregoa, tendo em vista que,

in the neoclassical synthesis banking, especially commercial banking, is mechanical, static, and passive; it has no significant impact upon the behavior of the economy. In this theory, the effects of banking are fully captured by the money supply, changes in the money supply, and transitory movements of interest rates. (MINSKY, 2008b, p. 120).

O pós keynesiano ressalta, sobretudo, que os bancos, apesar de especularem como os demais agentes,¹³³ destacam-se dentre esses porque, de modo geral “the banks hold the key position in the transition from a lower to a higher scale of activity” (MINSKY, 2008a, p. 119). Isso quer dizer que, “financing other than through retained earnings¹³⁴ involves contracts denominated in money and banks are organizations that arrange for and engage in the financing of business.” (MINSKY, 2008b, p. 249).

Os bancos comerciais – aqueles autorizados a receber e criar depósitos – ocupam uma posição especial na teoria minskyana. Em *Stabilizing an Unstable Economy*, Minsky também explica a importância dos bancos comerciais: “However, as banking is presently organized, there is one set of banks – the commercial banks – that remain of special importance because of their aggregate size and because their liabilities constitute a large part of the money supply.” (MINSKY, 2008b, p. 250, grifo nosso). Portanto, os bancos comerciais são considerados fundamentais para a teoria de Minsky em razão da sua capacidade de criar moeda.

A moeda – conforme discutido anteriormente – constitui relação com a precificação dos ativos (por possuir liquidez em um cenário de incertezas) e, portanto, com a capacidade de financiamento dos agentes, uma vez que, “in a capitalist economy money is tied up with the process of creating and controlling capital assets.” (MINSKY, 2008b, p. 250). Consolidada assim, o entendimento de que a “*money is not just a universal ration coupon that makes trading possible without a double coincidence of wants: it is a type of bond that arises as banks finance activity and positions in capital and financial assets.*” (MINSKY, 2008b, p. 250, grifo nosso). Em outras palavras: na medida em que os bancos vendem suas posições para financiar posições adicionais, seja em capital ou em ações, ampliam os meios de pagamento da economia e “this is done by the securities’ entering into some non-bank portfolio, as a substitute for cash”. Nesse sentido, Minsky constata que “thus the effective quantity of money is endogenously determined.” (MINSKY, 2008a, p. 120).

Afirma que “changes in the quantity of money arise out of interactions among economic units that desire to spend in excess of their income and banks that facilitate such

¹³³ “Bankers can be speculators, just like other business men. In fact, because banker’s liabilities are demand, or short-term, deposits and their assets are mainly dated, term, or short loans, bankers are always speculators”. (MINSKY, 2008a, p. 119).

¹³⁴ “Prior to the emergence of modern industrial capitalism, bank money was mainly created in financing commerce, namely, goods in the process of production and distribution. The label *commercial banks* reflects the original dominance of this type of financing in the business of banks.” (MINSKY, 2008b, p. 251, grifo do autor).

spending.” (MINSKY, 2008b, p. 253). No que tange ao referente dispêndio, faz as seguintes considerações: “The essential spending in excess of income (deficit financing) in a capitalist economy is done by business for investment and the acquisition of capital assets, although as is evident some households and governments deficit-finance.” (MINSKY, 2008b, p. 253). Portanto, de modo geral, o crédito é empregado em novos investimentos, na aquisição novos de ativos de capital e no financiamento de débitos.

Todavia, Minsky ressalta que “the finance for both additional capital-asset production and the increased debt-financing of positions has to come from some place.” (MINSKY, 2008a, p. 119). E que, a partir daí, “two sources of such financing may be identified: the creation of money and portfolio diversification of wealth owners, particularly with respect to money holdings but also with respect to shares and capital assets.” (MINSKY, 2008a, p. 119).

Destarte, “a considerable part of this “financing” takes place through the banking system, which imposes its guarantee between its depositors who lend it money and its borrowing customers to whom it loans money with which to finance the purchase of real assets” (MINSKY, 2008a, p. 115). Portanto, os bancos exercem a vital função de “finance and ‘broker’ the acquisition and control of capital assets by firms, and the ‘ownership’ of firms by households” (MINSKY, 2008a, p. 115).

Por outro lado, do mesmo modo que as empresas e os demais gestores de capital real e financeiro, os bancos estão sujeitos à atmosfera expectacional, portanto, a disponibilidade de recursos para o financiamento em investimentos produtivos depende das expectativas dos banqueiros, não só quanto ao retorno de seus empréstimos, mas também quanto à valoração dos diversos ativos no mercado de capitais. Nas palavras de Minsky (2008a, p. 117): “the state of credit reflects bankers’ views toward borrowers, and bankers finance the positions of both real-asset holders and equity-share holders”.

Nas decisões de emprestar dos bancos, Minsky enfatiza que também são observadas as estrutura de passivos das várias unidades, que, por sua vez, produzem os fluxos de caixa.¹³⁵ Então, a avaliação dos banqueiros sobre os fluxos de caixa dos demandantes de financiamento

¹³⁵ Segundo Minsky, os fluxos de caixa são provenientes da renda produtiva do sistema (salários e outras rendas não financeira), da estrutura financeira (dividendos, juros, etc.) e da negociação dos ativos de capital e instrumentos financeiros (MINSKY, 2008a). Dentre tais fluxos, Minsky ressalta os que correspondem à estrutura de passivos (compromissos) como objeto de análise dos emprestadores, uma vez que “*for all except dividends, the cash flows determined by the financial structure are contractual commitments*” (MINSKY, 2008a, p. 116, grifo nosso).

também é fundamental para determinação do crédito que será ofertado no mercado. Segundo o próprio Minsky,

The extent to which layering, or leveraging, of retained earnings – i.e., debt-financing – takes place in the financing of investment depends not only on the expectations of investing firms but also on the willingness of bankers to go along with, if not to urge, such layering, as well as on the willingness of households to hold such layered shares at appreciated, even appreciating prices. (MINSKY, 2008a, p. 115-116).

Portanto, uma revisão das expectativas por parte dos banqueiros quanto a sua forma de financiar os bens de capital pode ter forte impacto sobre o preço dos ativos no mercado e a disponibilidade de crédito. A mesma mudança no estado de confiança dos agentes pode afetar, não somente as condições de financiamento das empresas, como também o modo de financiamento dos proprietários de ações, tendo em vista que “entrepreneurs, managers, and bankers in their capacity as households are major owners of shares in economies with the distribution of income and wealth that characterizes capitalism.” (MINSKY, 2008a, p. 119). Isto acontece por que “the organization of the exchanges is designed to facilitate transactions in equities, which leads to a huge turnover of such indirect investments and a constant revaluation of their market price” (MINSKY, 2008a, p. 117).

Essa possibilidade de revisão das expectativas tem duas faces: facilita a realocação dos investimentos a favor dos que se considera serem mais rentáveis, porém, pode contribuir para agravar as instabilidades do sistema (KEYNES, 1996).

Minsky faz a seguinte citação da TG para ressaltar como a existência das bolsas de valores, que propicia a mobilidade dos investidores em relação aos ativos que preferem investir, pode alterar o investimento corrente:

Na ausência de bolsas de valores não há motivo para se procurar, com freqüência, reavaliar os investimentos que fazemos. Mas a bolsa de valores reavalia, todos os dias, os investimentos e estas reavaliações proporcionam a oportunidade freqüente a cada indivíduo (embora isto não ocorra para a comunidade como um todo) de rever suas aplicações. [...] Todavia, as reavaliações diárias da bolsa de valores, embora se destinem, principalmente, a facilitar a transferência de investimentos já realizados entre indivíduos, exercem, inevitavelmente, uma influência decisiva sobre o montante do investimento corrente. Isso porque não há nenhum sentido em se criar uma empresa nova a um custo maior quando se pode adquirir uma empresa similar existente por um preço menor, ao passo que há uma indução para se aplicarem recursos em um novo projeto que possa parecer exigir uma soma exorbitante, desde que esse empreendimento possa ser liquidado na bolsa de valores com um lucro imediato. Destarte, certas categorias de investimento são reguladas pela expectativa média dos que negociam na bolsa de valores, tal como se manifesta no preço das ações, em vez de expectativas genuínas do empresário profissional (KEYNES, 1996, p.162).

Todavia, Keynes distingue dois termos identificáveis nas bolsas de valores: o termo especulação e o termo empreendimento:

é permitido aplicar o termo *especulação* à atividade que consiste em prever a psicologia do mercado e o termo *empreendimento* à que consiste em prever a renda provável dos bens durante toda sua existência, de modo algum se pode dizer que a especulação sempre prevaleça sobre o empreendimento. (KEYNES, 1996, p.167, grifo do autor).

Do ponto de vista da potencial instabilidade do sistema, o que Minsky deseja ressaltar dessas passagens de Keynes é, sobretudo, que “à medida que *progride a organização* dos mercados de investimento, *o risco de um predomínio da especulação*, entretanto, *aumenta*.” (KEYNES, 1996, p.167, grifo nosso). Em Minsky esse *progresso* dos mercados de investimento está caracterizado pela evolução e desenvolvimento dos mercados financeiros, motivados pela busca incessante de lucros por parte dos banqueiros e outros gestores de dinheiro, uma vez que “it is necessary for the financial system to be responsive to changing business demands for financing” (MINSKY, 2008b, p. 278). Destarte, é sabido que “the investment process depends upon the flexibility banking gives to the financial system. But bankers and other money market operators, being profit-minded, are always seeking new ways to turn a dollar.” (MINSKY, 2008b, p. 278). Em outras palavras, os mercados financeiros progridem porque as empresas financeiras estão constantemente desenvolvendo inovações financeiras para atender a demanda de seus clientes por crédito, sobretudo, tal esforço é delineado pela busca de lucros. O caráter inovativo dos bancos e de outros gestores (e “criadoras”) de dinheiro é tratado na próxima seção.

4.3.7. O comportamento dos bancos

As questões discutidas acima, especialmente na última subseção, revelam traços da visão pós-keynesiana a respeito da firma bancária, que em muito difere da concepção neoclássica – na qual a função dos bancos é, basicamente, realizar a transferência de recursos das unidades superavitárias para as deficitárias (GURLEY & SHAW, 1955).

A abordagem neoclássica da firma bancária está dividida, no que Tolbin (1987) designou como “old view” e “new view”.¹³⁶ A “old view” está relacionada à análise convencional dos livros-textos sobre a criação da moeda pelos bancos comerciais, expressa principalmente pela tese do multiplicador bancário, na qual os bancos comerciais são tidos como criadores de moeda “quase-técnicos”. Segundo Paula (1999, p.05) a “old view”

trata os bancos comerciais como uma única entidade monopolista, uma vez que todos pagamentos e recebimentos são feitos através deste banco e todo empréstimo concedido retorna integralmente ao mesmo sob a forma de depósito. Este banco monopolista é uma espécie de “caixa preta” capaz de criar moeda ilimitadamente, pois a expansão de seus ativos acarretaria um retorno automático da moeda bancária

¹³⁶ As expressões foram desenvolvidas por Tolbin em sua crítica

criada na forma de depósitos, com as obrigações crescendo *pari passu* com os ativos bancários.

A crítica de Tobin à “old view” constitui o que designa como “new view”, ou nova visão, esta faz frente à antiga visão dos bancos como entidades livres de riscos. A partir de então se incorporam considerações relacionadas às composições de portfólio dos bancos, no intuito de minimizar os custos (relacionados aos riscos e a iliquidez dos ativos) e maximizar a rentabilidade. Considera-se assim que,

a “visão nova” dos bancos de Tobin é a base dos modelos neoclássicos relacionados a escolha de ativo ou passivo bancário. Tais modelos neoclássicos analisam os bancos comerciais como uma firma que visa a otimização de seu balanço, procurando, de forma geral, atender as demandas dos tomadores e emprestadores de recursos até o ponto em que o benefício marginal se iguale ao custo marginal de assim proceder. (PAULA, 1999, p.07).

A busca de soluções para a maximização dos lucros bancários deu origem a vários modelos de maximização que podem ser agrupados da seguinte maneira: a) *modelos de alocação de ativo*; b) *modelos de escolha do passivo*, e c) *modelos completos de firma bancária ou modelos dos dois lados do balanço*.¹³⁷ Apesar do grau de sofisticação desses modelos, suas análises e soluções de equilíbrio se restringem ao funcionamento da firma bancária, estabelecido a partir de parâmetros definidos exogenamente ao próprio banco – como, por exemplo, os depósitos, que são basicamente resultados de decisões dos consumidores. Nesse sentido, as soluções de balanço dos bancos correspondem ao resultado direto das decisões tomadas por outros agentes, o que evidencia a ausência do “fator preferência” por parte das instituições bancárias (PAULA, 1999). Em outras palavras, na visão neoclássica (seja na “new view” ou na “old view”) a postura que os bancos assumem diante do mercado pode ser considerada passiva.

Por sua vez, Keynes e os pós-keynesianos – como Minsky; Dymski, Polin e Davidson, entre outros – inauguraram uma nova perspectiva da firma bancária. Esta é identificada como uma entidade capaz de criar crédito independentemente da existência de depósitos prévios, por meio da criação ativa da moeda bancária. Nessa visão a firma bancária é lida como qualquer outra firma capitalista, isto é, busca ampliar seus lucros, possui expectativas e motivações próprias que são levadas em conta nas suas próprias decisões de investimento – basicamente, realizar contratos de empréstimo ou preservar maior grau de liquidez em seus ativos.

¹³⁷ Entretanto não é objetivo dessa seção entrar nas especificidades dos modelos de maximização. Para um estudo mais detalhado ver Paula (1999) e o próprio Tobin (1982).

A concessão de crédito pelo banco depende, essencialmente, de suas expectativas quanto à viabilidade dos empréstimos. Do mesmo modo que a preservação de sua liquidez depende de suas expectativas quanto ao comportamento do mercado. Segundo a abordagem pós-keynesiana a volatilidade dessas avaliações feitas pelos bancos, bem como sua preferência pela liquidez, origina flutuações na oferta de crédito impactando, conseqüentemente, o nível de investimentos, produto e emprego na economia. (MINSKY, 2008a; 2008b; PAULA, 1999; KEYNES, 1996). Segundo Paula (1999, p. 31)

bancos não são agentes neutros na intermediação de recursos reais na economia e tampouco conformam seu balanço como resultado das decisões tomadas por outros agentes, tal como nos modelos neoclássicos, mas instituições ativas que possuem expectativas e motivações próprias e que, portanto, administram dinamicamente seu balanço (com o gerenciamento bancário ocorrendo ao nível dos dois lados do balanço), a partir de suas expectativas de rentabilidade e risco em um mundo intrinsecamente incerto.

Destarte, na visão pós-keynesiana os bancos representam mais do que meros intermediadores passivos de recursos, sendo dotados da capacidade de, de fato, criá-los de acordo com suas preferências e expectativas. Assim, a criação de novo poder de compra não está estritamente condicionada às decisões dos depositantes, bem como também novos recursos pra aquisição de bens de capital independem da própria acumulação prévia. Sobretudo, na visão póskeynesiana o comportamento ativo dos bancos é fundamental para o entendimento das flutuações da economia capitalista, uma vez que, ao estabelecer o volume e as condições sob os quais o crédito é ofertado, os bancos determinam as condições de liquidez, financiamento e investimento da economia. Esses desdobramentos são tratados nas seções a seguir.

4.3.8. Bancos, inovações e instabilidade

Em Minsky, a inovação desempenha um papel crucial, pois, a “economy is a social organization created either through legislation or by an *evolutionary process of invention and innovation*” (MINSKY, 2008b, p. 07, grifo nosso). Minsky coloca que, a partir do modo como os agentes administram suas incertezas, expectativas e a busca por lucros, surgem então “new financial instruments and institutions emerge and old instruments and institutions are used in new ways” (MINSKY, 2008b, p. 77-78).

Ao longo do tempo, os bancos e outras intuições gestoras (e “criadoras”) de dinheiro estão sempre reformulando as estruturas de passivos da economia, tendo em vista que “banks, other financial institutions, businesses, and households are always seeking new ways to finance activities.” (MINSKY, 2008b, p.220). Especialmente, “during good times,

when banks are confronted with a large demand for accommodation by apparently creditworthy clients.” (MINSKY, 2008b, p. 271).

Os bancos comerciais recebem maior importância na teoria de Minsky por serem capazes de originar moeda diretamente a partir de depósitos realizados junto a seus clientes – como anteriormente discutido. Todavia a evolução financeira atribui maior complexidade ao sistema e propicia que outras empresas financeiras, além dos bancos comerciais, possam fornecer, ainda que de forma indireta, acesso ao crédito. Essas empresas são as

financial intermediaries such as savings and loan associations, mutual savings banks, life insurance companies, sales and consumer finance companies, REITs, and money-market funds are sources of credit. Even though some may be organized as mutuals, they are highly levered profit-seeking organizations. They supply finance in response to profit opportunities. These nonbanking financial intermediaries, together with commercial banks, assure that the supply of finance will be responsive to demand in credit markets. (MINSKY, 2008b, p. 274)

Portanto, na análise de Minsky, as empresas financeiras não atuam de forma passiva, muito pelo contrário, como defende (2008b, p. 256-257, grifo nosso):

Banks and bankers are not passive managers of money to lend or to invest; they are in business to maximize profits. They actively solicit borrowing customers, undertake financing commitments, build connections with business and other bankers, and seek out funds.

Argumenta que o caráter inovativo do sistema bancário é intrínseco, uma vez que “a banker is always trying to find new ways to lend, new customers, and new ways of acquiring funds, that is, to borrow; in other words, *he is under pressure to innovate.*” (MINSKY, 2008b, p. 264, grifo nosso). Portanto, pode-se considerar que “*the banking system is characterized by innovations*” (MINSKY, 2008b, p. 271, grifo nosso).

Em *Central Banking and Money Market Changes*,¹³⁸ Minsky afirma que “the money market is highly competitive and, as larger returns are almost always available from some new way to play differential interest rates, new ideas tend to get a hearing.” (MINSKY, 1957, p. 13). Portanto, a inovação é vista como endógena ao sistema econômico capitalista, uma vez que é motivada pelos lucros, componente essencial do sistema.

Nesse sentido, explica que a motivação de inovar presente no setor bancário é semelhante à que pode ser encontrada em qualquer outra atividade produtiva. Segundo o próprio:

¹³⁸ Nesse artigo Minsky fala sobre as mudanças institucionais nos mercados financeiros e habilidade que os bancos centrais devem desenvolver para acompanhar o desenvolvimento das atividades bancárias, com a finalidade de controlar a expansão da moeda por parte das instituições financeiras.

profits are available to innovators in financial structures and institutions as well as to innovators in products, production techniques, and marketing. Many of the great fortunes accrued to financial innovators, either as borrowers or lenders. [...] Successful financial innovators are rewarded by fortunes and flattered by imitators. Once an innovation proves successful, it can spread rapidly because financial innovations are almost always the application of some idea, and there is no patent constraint upon imitators. (MINSKY, 2008b, p.220)

A partir da citação observa-se que os resultados esperados (e muitas vezes efetivados) da inovação financeira, em termos de lucratividade, são semelhantes aos quaisquer outros ramos de atividade. É por meio dessas inovações que os *bancos criam moeda*, sob a forma de depósitos bancários, ao atenderem a demanda de seus clientes. Essa moeda é gerada a partir da alavancagem financeira proporcionada pelas “*new ways to turn a dollar*” desenvolvidas pelos bancos, ou seja, as inovações perseguidas pelos bancos buscam ampliar a sua capacidade de gerar crédito *sem ter que ampliar suas reservas*. Conseqüentemente “the ability to create substitutes for reserves and to minimize reserve absorption is *an essential property of a profit-maximizing banking system.*” (MINSKY, 2008b, p. 274, grifo nosso).

Minsky explica que muito embora as inovações sejam comuns “their acceptance depends upon an attenuation, however trivial, in the subjective evaluation of the liquidity premium embodied in holding money.” (MINSKY, 2008b, p. 278). Por essa razão as inovações costumam ser exploradas a partir de momentos de estabilidade econômica, caracterizados por baixa demanda por liquidez, pois assim “a period of successful functioning of the economy leads to a decrease in the value of liquidity and to an acceptance of more aggressive financing practices.” (MINSKY, 2008b, p. 278).

Então, diante de um cenário de maior estabilidade caracterizado pelo bom desempenho econômico e, portanto, baixa demanda por liquidez, “banks, nonbank financial institutions, and money-market organizations can experiment with new liabilities and increase their asset-equity ratio without their liabilities losing any significant credence.” (MINSKY, 2008b, p. 278).

Todavia, diferentemente de uma inovação em qualquer outro ramo de atividade, as inovações financeiras produzem no sistema “over an expansion, new financial instruments and new ways of financing activity develop.” (MINSKY, 2008b, p. 281). Tendo em vista que a ampliação do crédito sobre o mercado de investimentos tem implicações profundas sobre o nível de atividade da economia e sobre a estrutura de passivos dos agentes, pois altera as decisões de investimento, bem como os preços dos diversos ativos financeiros e de capital, tanto em níveis absolutos como relativos.

Assim, “in these circumstances the readily available supply of finance from aggressive financial institutions raises capital-asset prices and induces short-term (i.e., speculative) financing of capital-asset positions and investment.” (MINSKY, 2008b, p. 278). Como destacado por Keynes, o progresso do sistema financeiro tende a promover excessos especulativos sobre os mercados de financiamento. Esse processo conduz, sob um estado de expectativas positivas crescentes, à erosão das margens de segurança, o que, por sua vez, leva à fragilização financeira da economia.

Deste modo, para Minsky, a atividade bancária é altamente desestabilizante e altera recorrentemente a estrutura do sistema econômico capitalista, por meio de mudanças nas estruturas de endividamento/financiamento dos agentes, uma vez que

any transitory tranquility is transformed into an expansion in which the speculative financing of positions and the external financing of investment increase. An investment boom that strips units of liquidity and increases the debt-equity ratios for financial institutions follows. Margins of safety are eroded even as success leads to a belief that the prior – and *even the present* – margins are too large. (MINSKY, 2008b, p. 244, grifo nosso).

Não só a erosão das margens de segurança pode provocar distúrbios sobre a atividade econômica, uma vez que a incerteza da própria atividade inovadora também está presente e não é previa e totalmente conhecida, pois, “typically, defects of the new ways and the new institutions are revealed when the crunch comes” (MINSKY, 2008b, p. 281). Isso não quer dizer, de modo algum, que os bancos ajam de forma percebidamente irresponsável ao colocarem uma inovação no mercado, na realidade, se quer indicar a existência das incertezas, já discutidas, que obriga os agentes a tomarem decisões diante de cenários que não podem ser completamente avaliados por funções probabilísticas. Portanto, Minsky explica que

banking literature posits the concept of the prudent banker: a banker who accepts just the right amount of risk. To a banker risk results from the selection of assets, liabilities, and leverage, that is, from the composition of the balance sheet. *But the risks bankers carry are not objective probability phenomena; instead they are uncertainty relations that are subjectively valued.* Furthermore, the acceptable risks for a unit to carry at any moment of time reflect experience and, predominantly, quite recent experience. (MINSKY, 2008b, p. 267, grifo nosso).

Entretanto, argumenta que, após a análise da influência do setor financeiro sobre a dinâmica econômica, o aspecto desestabilizante que a atividade bancária acarreta ao sistema não deveria surpreender, uma vez que

bankers are specialists in providing short-term financing to business, government, and households, and the banker sells his services by teaching customers how to use bank facilities. Bankers cannot make a living unless business, government, and households borrow; they are merchants of debt. (MINSKY, 2008b, p. 279).

Ao apontar a atividade bancária como um importante fator de instabilidade do sistema capitalista, Minsky conclui que “the main reason why our economy behaves in different ways at different times is that financial practices and the structure of financial commitments change.” (MINSKY, 2008b, p. 219). O economista ainda endossa que

financing practices result in payment commitments that are embodied in contracts that reflect market conditions and expectations that ruled when they were negotiated and signed. The payment commitments come due and are discharged as the economy moves through time, and the behavior and particularly the stability of the economy change as the relation of payment commitments to the funds available for payments changes and the complexity of financial arrangements evolves. (MINSKY, 2008b, p. 219)

Nesse sentido, instaura-se um dilema: “banking and finance can be highly disruptive forces in our economy, but the flexibility of finance and its responsiveness to business, which are needed for a dynamic capitalism, cannot exist without the banking process.” (MINSKY, 2008b, p. 278) Então, o autor propõe como solução para essa questão, a regulação das atividades bancárias, por parte das autoridades monetárias, sustentando que “to control the disruptive influence that emanates from banking, it is necessary to set limits upon permissible leverage ratios and to constrain the growth of bank equity to a rate that is compatible with noninflationary economic growth.” (MINSKY, 2008b, p. 272). Entretanto, reconhece que “this principle should guide policy, but in an economy in which new financial usages and institutions appear in response to profit opportunities, it is a principle that is much easier to state than to translate into practice.” (MINSKY, 2008b, p. 272).

Contudo, embora Minsky reconheça que “in a world of businessmen and financial intermediaries who aggressively seek profit, innovators will always outpace regulators; the authorities cannot prevent changes in the structure of portfolios from occurring” (MINSKY, 2008b, p. 281), sustenta que “if the authorities constrain banks and are aware of the activities of fringe banks and other financial institutions, they are in a better position to attenuate the disruptive expansionary tendencies of our economy.” (MINSKY, 2008b, p. 281).

O economista explica que nesse jogo entre a busca dos bancos por lucros e a tentativa de controle das autoridades monetárias sobre o mercado financeiro

the authorities impose interest rates and reserve regulations and operate in money markets to get what they consider to be the right amount of money, and the banks invent and innovate in order to circumvent the authorities. *The authorities may constrain the rate of growth of the reserve base, but the banking and financial structure determines the efficacy of reserves.* (MINSKY, 2008b, p. 279, grifo nosso).

O que se deseja destacar na passagem grifada da citação acima pode ser mais bem elucidado a partir da seguinte: “once the behavior and motivations of bankers are taken into

account, changes in bank liabilities are not the result of the passive reaction by banks to Federal Reserve initiatives: money, *in the sense of bank liabilities subject to check, is endogenously determined.*” (MINSKY, 2008b, p. 271, grifo nosso).

Não obstante a regulamentação das atividades financeiras por parte das autoridades monetárias é capaz de apontar, mesmo que sem precisão exata, o caminho de expansão que as inovações financeiras podem seguir, “since the intervention by the authorities tends to validate the new ways, the central bank sets the stage for a broader acceptance and use of the new financial instruments in subsequent expansions.” (MINSKY, 2008b, p. 281). Em outras palavras: “Government influences the norms of financial behavior and structure” (MINSKY, 2008b, p.220).

4.4. Ciclos em Minsky¹³⁹

Como se viu na seção anterior, Minsky considera as inovações financeiras como as protagonistas dos ciclos econômicos, uma vez que elas propiciam, em momentos de relativa estabilidade, a criação de moeda que, por sua vez, altera as condições de financiamento do sistema de modo direto, por meio do crédito em si, e de modo indireto, via valorização dos ativos de capital.

Conforme já discutido também, a ampliação do crédito, mediante um cenário de expectativas positivas, conduz a um processo de sofisticação das relações financeiras, que por sua vez fragiliza as estruturas de fluxos de caixa dos agentes, que se lançam em projetos de investimento, e financiamento mais ousados, motivados pelas expectativas positivas de rendimento. Destarte, essa seção destina-se a juntar as peças da teoria minskyana que foram expostas anteriormente com a finalidade de descrever como, a partir de um processo permeado pela fragilização financeira, o sistema passa de um estado de relativa estabilidade a períodos de crise e depressão.

¹³⁹ Keynes reivindica que uma teoria dos ciclos deve explicar: i) por que as tendências não persistem, sendo sempre revertidas; ii) por que há um grau de regularidade nas flutuações (ascendentes e descendentes) e, por fim, iii) o fenômeno da crise, que representa a reversão do momento ascendente para o descendente, sendo algo brusco e repentino como não se verifica no movimento inverso (KEYNES, 1996, p. 293-294). Segundo Lourenço (2006) Minsky desenvolve completamente a primeira e terceira condições, mas o segundo requisito é atendido parcialmente (*ibidem*). O economista atribui ao primeiro requisito – a reversão da tendência – à existência e predominância de forças instabilizadoras intrínsecas ao próprio sistema, que agem continuamente sobre as economias financeiramente sofisticadas. Por sua vez, o fenômeno das crises (terceira condição) pode ser essencialmente explicado pela sujeição das decisões econômicas aos riscos incalculáveis, bem como ao acontecimento de fatos inesperados, ou seja: às incertezas. Que potencializam e ampliam a fragilidade financeira das unidades produtivas e, assim, de todo sistema econômico – onde as relações entre os agentes assumem um nível significante de complexidade. Embora o autor impute a regularidade das flutuações – a segunda condição – ao grau de solidez das instituições da economia em análise, não é capaz de ampliar o discernimento acerca da duração das fases do ciclo.

4.4.1 Da estabilidade ao *boom*

Os períodos de relativa estabilidade são caracterizados por baixa demanda por liquidez, uma vez que, o nível de incerteza quanto ao comportamento da economia está baixo. Diante desse cenário há um aumento da confiança dos agentes quanto ao comportamento futuro da economia, ou seja, as expectativas são positivas.

Os períodos de tranqüilidade representam, para os agentes maximizadores de lucros, oportunidades de investimento e de ampliar a lucratividade presentes em todos os setores da economia. Todavia, a disponibilidade de recursos para investimento depende, principalmente, do setor financeiro. Então, “because bankers live in the same expectational climate as businessmen, profit-seeking bankers will find ways of accommodating their customers” (MINSKY, 2008b, p. 255). Assim, Minsky sustenta que “relative tranquility encourages more risk-taking and innovative behavior” (MINSKY, 2008b, p. 09, Pref.). De tal modo, “financial innovation is a characteristic of our economy in good times.” (MINSKY, 2008b, p. 199, Pref.).

A partir da introdução da inovação no sistema, há um aumento do crédito, uma vez que, como já discutido, as inovações financeiras propiciam aos bancos meios de emprestar mais a partir das reservas anteriores, então “the owners of the inherited stock of capital assets, whose liability structure is compatible with a previous stage of confidence, find themselves with an unused margin of ‘borrowing power’.” (MINSKY, 2008a, p. 118-119).

Não obstante, mesmo diante de circunstâncias em que as expectativas do setor produtivo da economia não sejam iguais às dos bancos, Minsky destaca o protagonismo das expectativas e decisões dos bancos quanto ao nível de crédito que estará disponível no mercado, uma vez que, “even if operating firms do not react to such changed views about the appropriate liability structure, an increase in leveraging can take place.” (MINSKY, 2008a, p. 119). Todavia, mesmo nesse caso, a maior disponibilidade de crédito no mercado tenderá a ser usada, uma vez que, como já foi citado, “banker sells his services by teaching customers how to use bank facilities” (MINSKY, 2008b, p. 279).

Mediante as expectativas positivas e o aumento na quantidade de moeda (ocasionado pela expansão do crédito), haverá uma redução no prêmio de liquidez da moeda e isso, por sua vez, acarretará uma alta nos preços dos outros ativos, ampliando-se, portanto, a demanda do mercado sobre os mesmos. Nesse sentido, “an increase in borrowing to own shares can be expected to accompany a rise in the willingness to debt-finance capital-asset

acquisition. Thus with a fixed supply of shares, the market prices of shares increase.” (MINSKY, 2008a, p. 119).

Como foi visto anteriormente, a expectativa de valorização das ações das empresas, ou seja, o preço de mercado da empresa, é o principal determinante nas decisões de investimento. Então, uma vez que as ações da empresa estejam valorizadas no mercado, o preço da demanda de investimento (P_k) dessa empresa será elevado. Há, portanto, estímulo a investir, baseado no alto valor proveniente das capitalizações dos fluxos de caixa esperados (Q 's). Do ponto de vista do preço de oferta (P_i), observou-se que guarda relação com os fluxos de caixa proveniente dos compromissos (passivos reais) das empresas e com as condições de financiamento, que agora estão favoráveis (em razão maior crédito propiciada pela inovação e valorização das ações); os fluxos de caixa dos passivos, por sua vez, ainda não sofreram alterações, pois, estão acomodados ao nível de investimento do período anterior. Assim, o P_i dessa empresa está baixo, há, portanto, estímulo a investir. Identifica-se então um hiato entre o preço de demanda (P_k) e o preço oferta (P_i) por investimentos. Minsky (2008b) explica que enquanto o $P_k > P_i$ o ritmo de investimento será encorajado.

Assim, os mercados financeiros são cruciais no processo de investimento, uma vez que

financial markets and banking affect investment because the current value of capital assets and thus the demand price for investment output are determined in financial markets, because the amount of investment that will be financed depends upon banking processes, and because the supply price of investment depends upon the costs of finance. (MINSKY, 2008b, p. 254)

A supracitada valorização dos ativos conduz todo o sistema econômico a um processo inflacionário, uma vez que o aumento dos investimentos produtivos conduz a um *boom* econômico. Na citação adiante, Minsky explica o comportamento dos agentes durante os períodos de boom

During a boom the speculative demand for money decreases, and portfolios become more heavily weighted with debt-financed positions. Owners of capital assets commit larger portions of their expected cash flows from operations, their Q 's, to the payment of financial commitments, CC. Banks increase their ownership of loans at the expense of investments, and by active liability management increase their scale of operations for given cash reserves. Other financial institutions also increase their scale of operations by actively pursuing funds. Households and firms substitute nonmoney financial assets for money as their liquid reserves. (MINSKY, 2008a, p. 121-122)

Essa citação revela que os *booms* são marcados, principalmente por um aumento significativo da confiança dos agentes nas condições de mercado; pela a ampliação da atividade especulativa e pelo aumento da complexidade do sistema financeiro. Para Minsky

(MINSKY, 2008b, p. 06) “This added credence to his proposition that the fundamental instability in the capitalist economy increases until it reaches a speculative frenzy.”

Assim, o economista ratifica que

the evolution from financial robustness to financial fragility did not take place in a vacuum. The sources of the change can be traced to profit opportunities open to financial innovators within a given set of institutions and rules; a drive to innovate financing practices by profitseeking households, businesses, and bankers; and legislative and administrative interventions by governments and central bankers. (MINSKY, 2008b, p. 219, grifo nosso).

Deseja-se então recobrar o que Minsky ressaltou sobre a advertência de Keynes: *com o progresso dos mercados financeiros a atividade especulativa tende a sobrepujar a atividade empreendedora.*

Nessas circunstâncias, a estrutura de passivos dos agentes torna-se cada vez mais frágil, dado o descasamento entre os fluxos de caixa, ampliando consideravelmente a exposição aos riscos de mercado. Esse processo de fragilização é caracterizado pela transição dos agentes entre as estruturas de fluxo de caixa já citadas, ou seja, os agentes passam de uma estrutura financeira qualificada como *hedge* para as estruturas definidas como especulativa e *ponzi*, sob a perspectiva de que suas expectativas positivas quanto ao rendimento futuro dos empreendimentos validam seus projetos de investimento.

Sobre o processo especulativo descrito, não somente as estruturas financeiras dos emprestadores tornam-se frágeis, mas também as dos bancos, uma vez que

Whenever firms and households increase such layering, bankers decrease the protection they enjoy from the margin of borrower’s investment in whatever is being financed. (MINSKY, 2008a, p. 116).

Assim, em um cenário favorável, quanto mais as empresas e famílias aumentam seu endividamento, mais os bancos diminuem as suas margens de segurança quanto aos seus clientes. Portanto, tendo em mente o que foi discutido anteriormente sobre a fragilização financeira: em uma economia financeiramente sofisticada e marcada pela especulação, emprestadores e tomadores de empréstimo tendem a elevar, *mutuamente*, seus níveis de fragilidade financeira.

Portanto, Minsky destaca o seguinte:

Investment not only affects aggregate output, income distribution, and production capacity, but in a capitalist economy it also leaves a residue in the financial structure. Furthermore, positions in the inherited stock of capital assets are financed by instruments that are entered on the liability side of balance sheets. The liability structure used to finance holdings of capital assets changes, which in turn affects the structure of financial relations and payment commitments: mergers, takeovers, and

acquisitions change liability structures without changing the aggregate output or the productive capacity of the economy. (MINSKY, 2008b, p. 219-220)

Portanto, compreende-se que a atividade financeira especulativa exacerbada dos agentes ocasiona um processo de fragilização financeira em todo o domínio da esfera econômica. Nessas condições, qualquer mudança nas expectativas dos agentes poderá inviabilizar o pagamento dos compromissos financeiros, dada a predominância dos perfis de financiamento identificados como especulativo e *ponzi*, que são parcialmente ou totalmente dependentes das condições de mercado para serem saldados.

Corroborar-se para o fato de que “an investment boom leads to inflation, and, by processes still to be described, an inflationary boom leads to a financial structure that is conducive to financial crises.” (MINSKY, 2008b, p. 199).

4.4.2 Reversão e crise

Na literatura não há um consenso sobre a questão da reversão cíclica em Minsky.¹⁴⁰ Todavia será assumido, conforme Lourenço (2006), que a formação das expectativas dos agentes, enquanto determinantes do investimento, são condição necessária para a reversão dos ciclos no modelo minskyano. Tendo em vista que as expectativas em Minsky são formadas por duas peças: o grau de confiança e o grau de incerteza. “O grau de confiança [...] muda não de forma aleatória ou imprevisível, mas consistentemente em resposta aos eventos”¹⁴¹ (LOURENÇO, 2006, p. 20), mas, o grau de incerteza, conforme já discutido, não é passível de cálculo e pode mudar de forma inesperada e até brusca.

De tal modo partilhar-se-á dessa opinião de Lourenço (2006), por entender que “tal noção justifica o aforismo segundo o qual o sistema capitalista é *inerentemente instável*”

¹⁴⁰ Sobre as duas principais possibilidades de interpretação da instabilidade endógena do modelo de Minsky, Lourenço (2006, p. 09) coloca o seguinte: “Para Ferri (1992), por exemplo, uma interpretação da obra de Minsky baseada em dinâmica caótica, ainda que na ausência de descontinuidades hicksianas, permite derivar desta um ciclo completamente endógeno. Isso não quer dizer, naturalmente, que não existam choques exógenos, mas apenas que eles não se constituem em condição *sine qua non* para que reversões cíclicas ocorram. Na opinião desse autor, aliás, tal posição não apenas permitiria que o ciclo se tornasse completamente endógeno como ainda resolveria o dilema apresentado pelas soluções lineares explosivas, pois nos sistemas caóticos, pela sua própria natureza, as flutuações podem permanecer em uma região limitada. Dymski e Pollin (1992, p. 40-41), por outro lado, sugerem uma interpretação mista da posição de Minsky no debate sobre a dinâmica cíclica. Os autores entendem que o processo de instabilização da estrutura financeira comporta dois componentes. Por um lado, a fragilização dessa estrutura realmente seria endógena, refletindo a interação entre movimento expansivo da economia e a exacerbção do otimismo das expectativas dos agentes econômicos, que adotariam posturas financeiras crescentemente especulativas e alavancadas. Por outro lado, a reversão dessa tendência se daria através de choques exógenos, inclusive mudanças da política econômica, como, por exemplo, elevações da taxa básica de juros pelo Banco Central”.

¹⁴¹ Segundo Lourenço (2006, p.20), “além disso, ele também muda em função do acúmulo de evidências em favor do acerto ou erro verificado na atribuição de probabilidades aos estados da natureza”.

(LOURENÇO, 2006, p. 21, grifo do autor). Por entender que “a instabilidade inerente atribuída ao capitalismo significa, na leitura minskyana, que esse sistema econômico é endogenamente *incoerente*.” (LOURENÇO, 2006, p. 21, grifo do autor).

Portanto, voltando à discussão do ciclo, é possível afirmar que, diante de uma estrutura financeiramente fragilizada, qualquer mudança no estado de expectativas conduzirá o sistema a sérios problemas financeiros (e reais). Uma revisão para baixo das expectativas dos investidores em bens de capital ocasionará a redução do preço de demanda do investimento (Pk). Por outro lado, a mesma revisão de expectativas por parte do setor bancário implicará em aumento das taxas de juros, o que corresponde a um aumento no preço de oferta do produto investimento (PI). Os dois fatores combinados provocam uma queda nos investimentos, uma vez que aumentam os riscos do prestador e do tomador e reduz consideravelmente a diferença entre PK e PI .

Não obstante, uma revisão para baixo nas expectativas dos banqueiros quanto ao cenário econômico tem a capacidade de reverter, até drasticamente, as condições de financiamento. Entretanto, diante da nova estrutura de passivos construída a partir do *boom* – altamente alavancada, dependente das condições de financiamento do mercado e caracterizada pelo descasamento entre os fluxos de caixa – em que a maior parte dos agentes se encontra, qualquer alteração nas condições de crédito do mercado pode provocar efeitos perversos sobre o mercado financeiro. Estendendo-se inevitavelmente sobre a esfera real do sistema, em razão da imbricação das inter-relações financeiras construídas ao longo do processo de evolução e sofisticação do sistema, liderado pela exacerbação de expectativas positivas.

Nessas circunstâncias, o não cumprimento dos compromissos financeiros possui, portanto, impacto considerável sobre o sistema econômico como um todo, tanto do ponto de vista concreto (o não pagamento dos compromissos) como do ponto de vista expectacional, em função do pânico que pode se instaurar em razão do aumento do grau de incerteza.

A elevação do grau de incerteza, por sua vez, aumenta o prêmio de liquidez da moeda, ocasionando a queda no preço de todos os outros ativos não líquidos da economia. Conforme Minsky (2008a, p. 122):

when the speculative demand for money increases, owing to an increase in the danger seen as arising from liability structures, then firms, households, and financial institutions try to sell or reduce their assets to repay debts. This leads to a fall in the price of assets.

O processo de deflação dos ativos é ainda mais agravado pelo comportamento dos agentes ao tentarem se livrar dos ativos em desvalorização. Todo esse processo acarreta,

portanto, uma desvalorização em forma de espiral. “A decline in share prices is one aspect of a crisis situation.” (MINSKY, 2008a, p. 123). A queda no preço das ações diminui ainda mais o hiato entre o preço de oferta (PI) e o preço de demanda (Pk) pelo investimento, no sentido da elevação do primeiro e da queda do último. Então, segundo Minsky (2008a, p. 125) “we are no longer in a boom; we are in a debt-deflation process.” A partir de então se segue que

the combined effect of the short-run stabilizing properties of consumption expenditures, the stabilizing properties of government expenditures and tax schedules, the influence of those monetary assets which are not the debt of any unit, and the central bank acting as a lender of last resort will bring a debt-deflation and its accompanying income decline to a halt. However, because a debt-deflation process has both an immediate and a lingering effect upon investment and desired debt positions, it will lead to a period of persistent unemployment. A relatively low-income, high unemployment, stagnant recession of uncertain depth and duration will follow a debt-deflation process. (MINSKY, 2008a, p. 125)

O economista ainda ressalta que, durante o processo de deflação e estagnação, a postura dos agentes se apresenta completamente avessa às operações arriscadas, assim, “the same conventional assumption of the present always ruling is made; the guiding wisdom is that debts are to be avoided, for debts lead to disaster.” (MINSKY, 2008a, p. 126).

Todavia, inevitavelmente, em razão da natureza do sistema capitalista, o comportamento e o estado de expectativas dos agentes tende a mudar “as a recovery approaches full employment the current generation of economic soothsayers will proclaim that the business cycle has been banished from the land and a new era of permanent prosperity has been inaugurated.” (MINSKY, 2008a, p. 126). Portanto, “periods of stability (or of tranquility) of a modern capitalist economy are transitory.” (MINSKY, 2008b, p. 09, Pref.), dado que, uma vez iniciado um novo período de estabilidade serão identificadas, por parte do setor bancário, e também dos setores produtivos, novas oportunidades de lucro que conduzirão, novamente, a economia a experimentar as fases do ciclo econômico.

Portanto, em *Stabilizing an Unstable Economy*, Minsky afirma que,

Therefore, in a capitalist economy that is hospitable to financial innovations, full employment with stable prices cannot be sustained, for within any full-employment situation there are endogenous disequilibrating forces at work that assure the disruption of tranquility. (MINSKY, 2008b, p. 199).

Então, pode-se concluir que sempre quando o sistema econômico capitalista está em uma situação de relativa estabilidade haverá forças endógenas em processo que a retirarão, inevitavelmente, desse estado, portanto, entende-se que para Minsky “*stability is destabilizing*”.

5 AS RELAÇÕES ENTRE O CICLO SCHUMPETERIANO E O CICLO MINSKYANO

Tendo em mente o que foi discutido nos capítulos anteriores sobre os princípios teóricos de Schumpeter e Minsky que culminam em suas respectivas visões acerca dos ciclos econômicos, passar-se-á à pergunta central dessa dissertação: É possível explicitar a centralidade que tem as inovações na explicação dos ciclos econômicos a partir da complementariedade das visões de ciclo de Schumpeter e Minsky?

Para responder tal pergunta é necessário primeiro verificar se existem aproximações entre as visões dos ciclos econômicos de Schumpeter e Minsky, para tanto, pode-se pensar ainda em uma questão mais específica: é possível explicar os ciclos econômicos em Schumpeter e Minsky, sem a compreensão do papel desempenhado pela inovação na dinâmica das economias de mercado?

Com a finalidade de resolver tais questões, optou-se por iniciar esse capítulo a partir de considerações gerais a respeito da relação entre as duas teorias, para, em seguida, avançar em direção à identificação das relações mais específicas. Por outro lado, a exposição das relações inicia-se a partir dos fundamentos teóricos, seguindo, portanto, para os pontos conclusivos.

5.1 Fundamentos teóricos

Com base no que foi discutido nos capítulos anteriores, observou-se que Schumpeter e Minsky desenvolveram suas abordagens em contraposição ao *mainstream*. Dentre as críticas que apresentam na construção de seus próprios modelos pode-se destacar, em linhas gerais,¹⁴² os seguintes pontos em comum: i) o comportamento dos empresários diante do mercado é ativo (e até mesmo agressivo), no sentido de que, na constante busca de novas oportunidades de lucro, estão sempre inovando, transformando, portanto, as condições do próprio mercado, ao invés de esperar que o próprio mercado as dite; ii) a moeda não é neutra e apresenta um papel fundamental na dinâmica econômica, inclusive por viabilizar, ou até mesmo causar, a mudança estrutural do sistema; iii) o sistema econômico não possui mecanismos de auto-regulação e é considerado um sistema endogenamente instável; iv) após o fim de um ciclo, o sistema não retorna ao ponto de partida, um vez que é alterado estruturalmente.

¹⁴² Cada um destes pontos serão explicados de forma mais detalhada nas seções seguintes.

Apesar das convergências críticas com relação ao *mainstream*, as bases teóricas de Schumpeter e Minsky estão ancoradas em abordagens diferentes e por isso deve-se analisar criteriosamente a relação entre as teorias afim de não desconsiderar suas especificidades.

Os modelos heurísticos e analíticos de cada um dos dois autores apresentam heranças distintas: enquanto Schumpeter compõe sua teoria evolucionista desenvolvendo, ele próprio, boa parte de seu modelo,¹⁴³ por sua vez, Minsky desenvolve sua HFF resgatando principalmente Keynes.¹⁴⁴ Além de heranças teóricas distintas, os objetos de estudo de ambos também são diferentes: a análise de Schumpeter foca na evolução da economia capitalista a partir das mudanças tecnológicas desenvolvidas na esfera real do sistema, ao passo que o objetivo de Minsky é desenvolver uma análise tomando como referência um sistema econômico complexo e o papel que tem as estruturas financeiras na dinâmica da economia. Esses aspectos serão tratados melhor adiante.

5.1.1 Não neutralidade da moeda: Schumpeter e Minsky

Conforme discutido nos capítulos 3 e 4, a moeda desempenha papel fundamental nas visões de ciclo de Schumpeter e Minsky, no entanto, os fenômenos monetários não exercem a mesma influência nos dois modelos.

Na teoria schumpeteriana, o fenômeno do desenvolvimento, isto é, a própria evolução da economia, não seria possível sem o advento do crédito. Dado que em Schumpeter (1997, p. 110-111, grifo nosso)

o desenvolvimento é em princípio impossível sem o crédito [...] o *crédito é essencialmente a criação de poder de compra* com o propósito de transferi-lo ao empresário, mas não simplesmente a transferência de poder de compra existente. A *criação de poder de compra caracteriza, em princípio, o método pelo qual o desenvolvimento é levado a cabo num sistema com propriedade privada e divisão do trabalho*. [...] E essa função constitui a pedra angular para a moderna estrutura de crédito.

Portanto, pode-se dizer que na visão de Schumpeter a moeda, sob a forma de crédito, permite a existência da destruição criadora, ou seja, em Schumpeter *o crédito ativa o início do ciclo econômico*. Então, o ciclo schumpeteriano se origina a partir da inserção das mudanças

¹⁴³ Inspirando-se, claro, em outros autores, que nem sempre apresentavam ideologias tão próximas: “Não obstante, vale acrescentar que as idéias de Karl Marx, a quem Schumpeter admirava e respeitava, representaram uma das maiores influências intelectuais em sua formação científica. Maior ainda que a influência exercida por Marx, foi a inspiração na obra do economista francês Léon Walras. Influenciado por Walras, Schumpeter adquiriu o interesse pela formulação matemática e econométrica das questões econômicas, além de optar pela concepção de modelos econômicos para explicar a realidade e para a compreensão do processo de desenvolvimento capitalista.” (SCHUMPETER, 1997, p. 08, prefácio)

¹⁴⁴ Ver-se-á mais adiante que a HFF de Minsky também apresenta inspirações schumpeterianas.

tecnológicas no setor produtivo, evento que é possível graças à criação do crédito. Todavia, o crédito que faz sentido em Schumpeter é apenas aquele que é concedido ao inovador.

Na teoria de Minsky a criação de crédito – fruto das inovações financeiras – resulta na alavancagem de toda a sociedade, isso inclui a criação do crédito tanto para a produção quanto para o consumo. O crédito no modelo minskyano também propicia o início do ciclo econômico, resultando em aumento dos investimentos sobre todo o domínio econômico o que, combinado com as expectativas positivas e os lucros crescentes, conduz ao acirramento das atividades especulativas.

However, success breeds a disregard of the possibility of failure; the absence of serious financial difficulties over a substantial period leads to the development of a euphoric economy in which increasing short term financing of long positions becomes a normal way of life. Nevertheless, in a world of uncertainty, given capital assets with a long gestation period, private ownership, and the sophisticated financial practices of Wall Street, the successful functioning of an economy within an initially robust financial structure will lead to a structure that becomes more fragile as time elapses. (MINSKY, 2008B, p. 237-238)

Tal fragilização propicia, portanto, a ocorrência de crises financeiras, que estendem também sobre a esfera real. Assim, na concepção de Minsky, os ciclos econômicos originam-se a partir da própria atividade de criar crédito,¹⁴⁵ uma vez que é por meio da atividade de criar crédito que o sistema se fragiliza financeiramente, tornando-se propenso a crises.

Além disso, mais do que a função de criar crédito para atender a demanda dos agentes, os empresários do setor bancário em Minsky podem *criar* a própria demanda pelo crédito. Conforme já discutido, os banqueiros, assim como os produtores, também estão em busca de oportunidade de lucros, então não é incomum que o “banker sells his services by *teaching* customers *how to* use bank facilities” (MINSKY, 2008b, p. 279, grifo nosso).

Portanto, o papel da esfera monetária pode ser considerado mais ativo na teoria de Minsky do que na teoria de Schumpeter – em que os fenômenos monetários exercem uma função mais passiva, agindo basicamente apenas em resposta às demandas do setor produtivo. Sobretudo, é possível afirmar que a criação do crédito em Minsky tem repercussões mais profundas e extensas sobre as bases estruturais do sistema, se comparada com a visão schumpeteriana.¹⁴⁶

Se em Schumpeter a criação do crédito ativa o elemento de instabilidade do sistema – a destruição criadora – em Minsky, a criação de crédito, por meio das inovações financeiras, é *o próprio elemento* que conduz, ao longo do tempo, o sistema à instabilidade, uma vez que

¹⁴⁵ Desde que esse seja absorvido pelo setor real. Isso será discutido melhor adiante.

¹⁴⁶ A questão da instabilidade estrutural se tornará mais clara adiante.

tende a fragilizar financeiramente a economia, tornando-a propensa a crises.¹⁴⁷ Nesse sentido, nas duas visões, a moeda afeta a estabilidade estrutural do sistema. A instabilidade estrutural é analisada adiante.

5.1.2 Instabilidade estrutural endógena: Schumpeter e Minsky¹⁴⁸

A instabilidade estrutural endógena é uma característica das teorias dos ciclos dos dois autores. Todavia, os processos de instabilização não são os mesmos, afetando o sistema por meios distintos.

A instabilidade estrutural endógena, presente na teoria de Schumpeter, é conseqüência da capacidade inovativa do empresário da TDE e dos oligopolistas e monopolistas das outras obras do autor, como *Business Cycles* e *Capitalismo Sociedade e Democracia*. O que está por trás dessa capacidade é a própria busca de oportunidades de lucros, vista como uma característica legítima do sistema capitalista. Conforme Schumpeter (2010, p. 36, grifo do autor)¹⁴⁹

[...] existe realmente um elemento no processo capitalista, incorporado no tipo e na função do empresário, que – na ausência de impulsos ou distúrbios externos e mesmo de “crescimento” – destruirá, *de dentro para fora e pelo seu simples funcionamento*, qualquer equilíbrio que possa ter-se estabelecido ou que esteja em processo de estabelecer-se.

Essa “função *empresarial* diferente da simples função *gerencial* [...] somente aparece no processo de inovação” (SCHUMPETER, 2010, p. 33, grifo do autor) e o elemento nela incorporado são as atividades *profit-seeking*, isto é, a busca por lucros. Portanto, em Schumpeter a inovação e o processo dela resultante – a destruição criadora – são idiossincráticos à dinâmica capitalista, e tem efeitos instabilizantes sobre o sistema.

Nesse sentido, pode-se afirmar que em Schumpeter o processo de instabilização do sistema consolida-se nos *aspectos reais da economia*, por meio da evolução dos produtos e dos meios de produzir ou comercializar. Embora que as fases subsequentes da difusão da

¹⁴⁷ Contudo, para se chegar a tal conclusão Minsky estuda os fenômenos financeiros de forma mais profunda e sofisticada do que Schumpeter. Portanto, é importante ter em mente que o setor financeiro não é o foco das análises de Schumpeter, assim como Minsky também não se dedicou a estudar as mudanças tecnológicas dos setores produtivos. Ainda assim é fundamental à análise proposta nessa dissertação tratar da aproximação das teorias de ambos quanto ao aspecto monetário.

¹⁴⁸ Vercelli define o seguinte sobre a instabilidade estrutural: “The importance of the concept appears clearly as soon as we consider a system which is subject to ‘perturbations’, like most real systems. If the perturbed system is equivalent to the original one, it can be considered ‘robust’ (‘coarse’) or ‘structurally stable’ in the sense that it maintains some basic structural characteristics in spite of possible external shocks.” (VERCELLI, 1991, p. 47). Nesse sentido, se, mediante perturbações o sistema tem sua estrutura permanentemente alterada ele pode ser considerado um sistema estruturalmente instável.

¹⁴⁹ Essa citação já foi referenciada no capítulo 3, e é novamente resgatada aqui, devido seu poder de síntese ao expressar o a instabilidade endógena da economia na teoria schumpeteriana.

inovação podem ser – e geralmente são – marcadas por processos especulativos, não é contraditório dizer que, ao menos inicialmente, na teoria de Schumpeter a evolução do sistema é liderada e calcada por fatores reais.¹⁵⁰

Por sua vez, em Minsky a instabilidade estrutural endógena também é fruto da incessante busca por oportunidades de lucro. No entanto, a desestabilização da economia não é originada a partir de mudanças tecnológicas no setor real da economia, como é em Schumpeter, mas sim é produzida a partir da inevitável fragilização financeira do sistema, em decorrência da diminuição das margens de segurança dos agentes, motivados pelas oportunidades de lucro. Essa fragilização torna o sistema suscetível às crises. Portanto, o processo de fragilização só é possível por meio da introdução de inovações financeiras que permitam aos bancos alavancarem seus empréstimos a partir de um dado montante de depósitos. Por essas razões Minsky coloca o seguinte:

Financial innovation therefore tends to induce capital gains, increase investment, and increase profits: the economy will try to expand beyond any tranquil full-employment state. [...] An investment boom leads to inflation, and, by processes still to be described, an inflationary boom leads to a financial structure that is conducive to financial crises. Therefore, in a capitalist economy that is hospitable to financial innovations, full employment with stable prices cannot be sustained, for within any full-employment situation there are endogenous disequilibrating forces at work that assure the disruption of tranquility. (MINSKY, 2008b, p. 199)

Deste modo, na visão de Minsky as inovações financeiras são características próprias das atividades bancárias e, portanto, fazem parte do sistema capitalista – assim como as inovações produtivas tecnológicas o fazem em Schumpeter. O processo de fragilização é resultante da evolução dos instrumentos financeiros, que ampliam os meios de pagamento e conduzem a economia a operar, de modo não sustentável, fora do pleno emprego, sendo que *todo* esse processo é conduzido, principalmente, por especulações. Assim, tais inovações conduzem o sistema à fragilidade financeira, tornando-o propenso a crises e, portanto, caracterizam forças endógenas que instabilizam o sistema.

Entretanto, de acordo com o exposto, o processo de instabilização endógena do sistema econômico descrito por Minsky têm natureza diferente do que é descrito por Schumpeter. Se em Schumpeter a instabilização estrutural se dá a partir da esfera real da economia, na teoria minskyana o mesmo fenômeno (instabilização estrutural) ocorre pela fragilização financeira das unidades e agentes econômicos. Ambos os processos são

¹⁵⁰ É verdade que Schumpeter (1997; 1939) trata também da atividade especulativa explicando como os preços dos produtos podem sofrer distorções nos mercados financeiros, antes mesmo que haja pressão real sobre a oferta desses produtos, mas em sua análise não é a atividade especulativa que conduz o sistema à instabilidade, mas sim o processo de destruição criadora, que é um caracterizado por mudanças na esfera real da economia.

resultantes da geração e propagação de inovações sobre o antigo sistema, rompendo-o e, a partir daí, criando um novo.

Ao constatar-se que o sistema descrito de acordo com a visão dos dois economistas é estruturalmente instável se quer dizer que, as modificações engendradas no sistema, através do processo de inserção e absorção da inovação, são irreversíveis. Isto é, ao fim do ciclo a economia *não* retorna ao ponto em que estava antes das inovações serem geradas, pois, o sistema econômico é estruturalmente modificado pelas inovações e torna-se, portanto, um *novo* sistema, ao passo que o antigo deixa de existir.

Como discutido, para Schumpeter as inovações são os principais determinantes na ocorrência das mudanças técnicas produtivas e na redefinição dos modelos de concorrência nos mercados, o que causa, portanto, a evolução da estrutura do sistema capitalista com um todo. Deste modo,

as inovações nos métodos produtivos e comerciais no sentido mais amplo do termo – inclusive a especialização e o desenvolvimento da produção em escala diferente da que prevalecia anteriormente – sem dúvida alteram as condições do sistema estático e constituem, tenham ou não algo a ver com a “invenção”, *outro grupo de fatos e problemas*. (SCHUMPETER, 2010, p. 205, grifo nosso).¹⁵¹

O trecho “tenham ou não algo a ver com a ‘invenção’” faz alusão às repercussões da inovação sobre o sistema, que podem se desdobrar em ondas secundárias ou múltiplas. Entretanto, o que se deseja destacar é que o sistema é reformulado e apresenta outra estrutura, com *outro grupo de fatos e problemas*.

Na teoria minskyana, as alterações do sistema capitalista ocorrem, principalmente, por meio das inovações oriundas da esfera monetária, que produzem alterações na estrutura e no modo de funcionamento dos mercados monetários. Para Minsky,

changes in financial institutions and money-market usages are the result of either legislation or evolution. Legislated changes typically are the result of some real or imagined malfunctioning of the monetary-financial system and hence they usually are accompanied by discussions of their impact. Evolutionary changes occur typically in response to some profit possibilities which exist in the money market. (MINSKY, 1957, p. 02, grifo nosso)

Portanto, as inovações financeiras modificam os mercados financeiros e monetários e estes, por sua vez, podem sofrer novas alterações em razão das mudanças legislativas, instituídas com o propósito de regular as atividades financeiras a fim de prevenir ou minimizar a ocorrência de crises (MINSKY, 1957).

¹⁵¹ Por “sistema estático” refere-se à fase estável do ciclo, como já discutido no capítulo 3.

Importante frisar que não se quer dizer que as inovações financeiras alteram *apenas*, e de forma *isolada*, a estrutura dos mercados financeiros, porque tal afirmação seria completamente contraposta à própria hipótese de Minsky quanto à imbricação das relações entre as duas esferas do sistema econômico – real e financeira – sendo justamente esse o elo (relações) que transmite os efeitos das inovações financeiras para o setor real da economia, de modo que não há uma independência entre as duas esferas.

Conforme discutido no capítulo 4, em uma economia monetária da produção as atividades realizadas nos mercados financeiros influenciam os níveis reais de investimento, emprego e produto da economia. Destarte, as evoluções em Minsky se dão, especialmente, a partir das mudanças institucionais nos mercados monetários e financeiros, que acarretam o desenvolvimento das relações e transações realizadas não só na esfera financeira, como também na esfera real da economia. É assim que as inovações financeiras alteraram a estrutura do sistema, e, sobretudo, alteram *as decisões de investimento* sobre todo o domínio de negócios.¹⁵²

Destaca-se, especialmente, que em Minsky as inovações financeiras são as principais determinantes de mudanças na estrutura do sistema capitalista, embora afetem as atividades produtivas de modo indireto se forem comparadas às inovações da teoria schumpeteriana, que ocorrem, de modo geral, diretamente no setor real da economia. Entretanto, em ambas as teorias, as inovações são os principais determinantes das mudanças estruturais do sistema econômico.

5.1.3 Instabilidade estrutural em Schumpeter e Minsky: aspectos fisiológicos e patológicos

A partir do que foi discutido sobre os fundamentos teóricos de Schumpeter e Minsky nas duas seções precedentes, isto é, com base nas considerações traçadas a respeito do papel da moeda e da instabilidade endógena estrutural do sistema capitalista, é possível identificar outros aspectos fundamentais das teorias em discussão. Para tanto serão empregadas algumas passagens do capítulo 12 de Vercelli (1991), “*Money and productions in Schumpeter and Keynes: two dichotomies*”.

Sobre a teoria de Schumpeter quanto ao papel da moeda, a produção e a instabilidade estrutural, Vercelli expõe o seguinte:

¹⁵² Por exemplo, nos momentos de *boom* as inovações financeiras são responsáveis pelo aumento da oferta de crédito que viabiliza novos projetos de investimento, caracterizados pelo relaxamento das margens de segurança e a conseqüente fragilização financeira da economia.

the economic system is thus characterized by structural instability in the sense that a disturbance (innovation), which at first might appear relatively small, is enough to produce a discontinuous structural change. Structural instability is induced by the process of credit creation, which gives the system a certain degree of technological flexibility – i.e. that particular kind of structural instability which allows a rapid pace of technological change. (VERCELLI, 1991, p. 206, grifo nosso).

Em suma, Vercelli entende que o sistema descrito por Schumpeter é estruturalmente instável por causa das inovações, que promovem mudanças descontínuas sobre a estrutura do sistema capitalista.

Por outro lado, quanto aos efeitos da criação do crédito sobre a produção, Vercelli explica o seguinte: “this effect of credit creation on production is *physiological*, in the sense that it insures the survival and evolution of the capitalistic economic system.” (VERCELLI, 1991a, p. 206, grifo do autor).

Ao postular que o crédito exerce uma função fisiológica na produção e na evolução do sistema capitalista, Schumpeter não desconsidera o potencial de instabilidade que as próprias estruturas financeiras sofisticadas podem significar para o sistema. Entretanto, segundo Vercelli (1991, p. 206, grifo nosso) “Schumpeter recognized that the structural instability implied by sophisticated financial relations may also create ‘*possibilities*’, although not than more possibilities of recurrent catastrophes and crises”. Reforça-se assim a noção de que não é o fenômeno monetário, em si, que causa a instabilidade estrutural do sistema capitalista em Schumpeter, embora este possa contribuir para a ocorrência de crises.

Com relação à teoria de Keynes – referência que se pode empregar nesse ponto sem grandes ressalvas, uma vez que é a base fundamental do modelo teórico de Minsky – Vercelli faz as seguintes considerações: “the structural instability analysed by Keynes is ‘*pathological*’ in that it weakens and distorts the adaptive forces of the economic system. Since it depends on developed financial relations it may thus be called, more specifically, *financial fragility*.” (VERCELLI, 1991, p. 208, grifo do autor).

Portanto, a instabilidade estrutural causada pelos fenômenos monetários – leia-se fragilidade financeira – assim como examinada por Minsky, é considerada patológica, por ser constituída de eventos que *dissimulam* quaisquer forças que possam conduzir o sistema a algum comportamento mais estável, postulado pela máxima de sua HFF: a *estabilidade é instabilizante*.

Então, Vercelli conclui que “in both cases the basic role of Money is seen as that of giving the economic system a certain degree of structural instability which facilitates discontinuous structural changes.” (VERCELLI, 1991, p. 212)

Além disso, o advento do crédito – elemento fundamental na formação dos ciclos em Schumpeter e Minsky – propicia a observação de diferentes aspectos que instabilizam a estrutura do sistema econômico nos dois modelos em discussão.

A despeito das classificações supracitadas, Vercelli também faz comparações entre as teorias de Schumpeter e Keynes, explicando que é possível estabelecer analogias fundamentais entre os principais aspectos de suas abordagens. Essa e outras aproximações são o tema da próxima seção.

5.2 Inovação e ciclos: aproximações entre as visões de Schumpeter e Minsky

Os elementos discutidos nas seções acima fornecem os subsídios necessários para responder a segunda pergunta feita no início desse capítulo: é possível explicar os ciclos econômicos em Schumpeter e Minsky, sem a compreensão do papel desempenhado pela inovação na dinâmica das economias de mercado?

Como se viu, em ambas as abordagens os ciclos econômicos são originados, principalmente, a partir das próprias inovações, de modo que, sem as inovações não haveria ciclos.¹⁵³ Do mesmo modo, sem criação de crédito, também não haveria ciclos. Além disso, em ambas as teorias as inovações são capazes de promover movimentos descontínuos sobre o sistema, modificando-o estruturalmente. É possível então afirmar que, em conformidade com o discutido, sem considerar a inovação, a criação de crédito e a postura ativa dos empresários torna-se difícil explicar as teorias dos ciclos de Schumpeter e Minsky, portanto, esses podem ser considerados elementos de aproximação entre as visões dos ciclos dos dois economistas.

Tomando-se isto, a discussão a partir de agora será focada na resposta a primeira questão: É possível explicitar a centralidade que tem as inovações na explicação dos ciclos econômicos a partir da complementariedade das visões de ciclo de Schumpeter e Minsky?

Parte-se do pressuposto de que a união dos supracitados pontos de aproximação entre as visões de ciclo dos dois economistas amplia o espectro de visão sobre o fenômeno dos ciclos econômicos. Do ponto de vista do papel da esfera monetária sobre o potencial de instabilidade do sistema, Vercelli faz as seguintes considerações ao comparar as abordagens keynesiana e schumpeteriana:

However, there is a formal analogy between Schumpeterian technological flexibility and Keynesian financial fragility. In both cases sophisticated financial relations

¹⁵³ Não se quer dizer que ambas as teorias admitam que os ciclos econômicos sejam originados *exclusivamente* a partir de inovações, se quer dizer que é esse tipo de ciclo, originado por inovações, que as duas teorias pretendem explicar.

induce a disposition to discontinuous and irreversible structural change triggered by “internal” disturbances. This properly may be interpreted as a case of structural instability. (VERCELLI, 1991, p. 209, grifo nosso).

Portanto, a analogia entre as visões de ciclo de Schumpeter e de Minsky amplia a percepção do potencial de instabilidade estrutural da economia introduzido por meio da sofisticação das relações financeiras.

Vercelli ainda avança uma hipótese sobre o entrelaçamento das instabilidades originadas a partir das duas esferas do sistema, real e financeira: “we could advance the hypothesis that financial innovation have been introduced whenever the need to increase the structural flexibility of the economic system has been felt”. (VERCELLI, 1991, p. 212).¹⁵⁴

De acordo com a passagem, é possível deduzir, que, na visão de Vercelli, haveria uma relação de *complementariedade* entre os dois ciclos, o de Schumpeter e o de Minsky. Se, de um lado, o ciclo schumpeteriano requer a criação de crédito para poder se concretizar, do outro lado, o ciclo minskyano, decorrente da criação de crédito, precisa de lastro nas atividades não monetárias da economia para poder existir.

Nada obstante, o setor bancário não é passivo e está constantemente em busca de lucros, podendo, inclusive, desenvolver inovações financeiras que *ainda não são demandadas* no mercado, uma vez que, conforme já discutido e referenciado, os banqueiros podem vender seus serviços ensinando a seus clientes como usar os novos instrumentos financeiros. Todavia, se não houver absorção dos novos instrumentos financeiros por parte do setor real, o ciclo minskyano *não pode se concretizar*. Em outras palavras, a suposição de Vercelli é de que há uma relação de complementariedade entre *os próprios ciclos* dos dois economistas, entretanto, a questão principal dessa dissertação diz respeito à complementariedade *das visões de ciclo* de Schumpeter e Minsky.

Contudo, não se deve abandonar inteiramente a suposição de Vercelli – em que o crédito proveniente das inovações financeiras teria relação quase que direta com o crédito necessário às inovações tecnológicas e vice versa – uma vez que, com base no que tem sido discutido, pode-se afirmar que as inovações financeiras surgem, possivelmente, diante de condições de mercado semelhantes em que tendem a surgir as inovações tecnológicas (relativa estabilidade, por exemplo). Embora não se adote nessa dissertação que necessariamente os ciclos tenham que ocorrer de forma simultânea e dependente.

¹⁵⁴ Recordar-se que o termo “*structural flexibility*” faz referência “that particular kind of structural instability which allows a rapid pace of technological change.” (VERCELLI, 1991, p. 206, grifo nosso). Isto é, refere-se às mudanças/inovações tecnológicas.

Em suma, pode-se dizer que uma conciliação entre a *visão* de ciclo tecnológico de Schumpeter e a *visão* de ciclo financeiro de Minsky é capaz, em tese, de tornar mais explícita a dinâmica cíclica do sistema capitalista, bem como o protagonismo da inovação nesse processo. Fortifica-se assim hipótese de que a inovação é central na explicação dos ciclos econômicos nas abordagens teóricas de Schumpeter e Minsky, o que torna suas *visões* da dinâmica de uma economia de mercado complementares.

Tal complementariedade entre as visões dos ciclos de Schumpeter e Minsky pode ser aludida a partir da construção teórica do próprio Minsky, uma vez que, enquanto orientando de Schumpeter, o economista extrapolou a percepção da destruição criadora da teoria schumpeteriana para a esfera financeira da economia, conforme citação:

Minsky's greatest insight, in the tradition of his thesis advisor Joseph Schumpeter, is that periodic violent plunges are an inescapable part of the capitalist growth story. *Minsky simply expands upon Schumpeter's central observation about creative destruction, linking it to the world of finance.* [...] when market forces move capital, in an uncertain world, Minsky makes it clear that economic calamity is a genuine risk. (MINSKY, 2008a, p. 10 do prefácio, grifo nosso)

Pode-se dizer que a inspiração schumpeteriana de Minsky é a observação da capacidade disruptiva da inovação, ao passo que seu olhar sobre a complexidade dos mercados monetários e financeiros advém, principalmente de Keynes, uma vez que “the financial instability hypothesis is an interpretation of the substance of Keynes's ‘General Theory’”. (MINSKY, 1992, p. 01-02)

Ainda que a fenomenologia financeira de Minsky advenha principalmente de Keynes, “the financial instability hypothesis also draws upon the credit view of money and finance by Joseph Schumpeter (1934, Ch.3) Key works for the financial instability hypothesis in the narrow sense are, of course, Hyman P. Minsky (1975, 1986).” (MINSKY, 1992, p. 01-02)

Toda essa discussão possibilita a percepção não só da afinização entre as duas visões dos ciclos, como também permite observar a centralidade da inovação na intensificação da instabilidade estrutural do sistema capitalista e, portanto, na ocorrência dos ciclos econômicos.

Destarte, a intensificação dos processos instabilizantes das duas esferas da economia, real e financeira propicia o acirramento das atividades especulativas. Se de um lado as atividades produtivas e/ou os modos de concorrência nos mercados passam por processos de destruição e renovação – isto é, a destruição criadora – por outro lado, as unidades financeiras e produtivas se fragilizam financeiramente. Destaca-se, portanto, que a evolução do sistema,

compreendida no desenvolvimento de suas duas esferas, propicia a ampliação da instabilidade estrutural do sistema econômico.

Quanto a isso, Vercelli chama atenção para o fato de que o desenvolvimento das relações financeiras propicia o aumento da instabilidade estrutural patológica e fisiológica do sistema capitalista, de acordo com a citação: “Unfortunately, the development of financial relations seems to have progressively increased not only physiological instability but also pathological instability, giving rise to financial fragility, inflation, unemployment and crises.” (VERCELLI, 1991, p. 212-213). Conforme discutido anteriormente, à medida que o *boom* avança há o aumento das atividades especulativas – tal fenômeno está presente nas duas teorias, porém, sob ênfases diferentes. Assim, as inovações financeiras podem apresentar um potencial de instabilidade estrutural maior do que as inovações tecnológicas, em função das atividades especulativas serem predominantes na esfera financeira.

Conforme já exposto nessa dissertação, Keynes e Minsky explicam que o acirramento das atividades especulativas tende a sobrepujar as atividades produtivas, transformando a economia em um cassino, ampliando seu potencial de instabilidade. Em outras palavras, pode-se dizer que a evolução da esfera financeira, tende a ampliar o componente patológico de instabilidade estrutural do sistema capitalista.

Em síntese, ao explorar a relação entre as teorias dos ciclos de Schumpeter e Minsky, pode-se dizer que a inovação – expressão e (muitas vezes) concretização da busca por oportunidades de lucro dos empresários dos setores real e financeiro da economia – é o principal determinante na ocorrência dos ciclos econômicos, a partir de sua capacidade disruptiva da estrutura do sistema econômico capitalista.

6 CONCLUSÃO

A discussão dessa dissertação iniciou-se a partir da reflexão sobre a dificuldade que as abordagens do *mainstream* têm encontrado para elucidar a atual crise econômica mundial. Viu-se que os principais pressupostos teóricos do *mainstream* são marcados pela tendência ao equilíbrio (auto-ajuste), bem como pelo tratamento superficial das funções da moeda no sistema capitalista. Nesse sentido, as abordagens de linha heterodoxa têm ganhado maior espaço nas discussões por observarem aspectos ignorados ou pouco desenvolvidos no *mainstream*, justamente por dispensarem atenção especial ao papel da moeda no funcionamento da dinâmica econômica capitalista, além de também analisarem o sistema sobre o prisma da instabilidade endógena.

No entanto, para além dessas discussões, observou-se que um dos elementos mais marcantes do início da crise – com a formação da bolha do *subprime* – foram as *inovações* financeiras, que marcaram o surgimento de um período de prosperidade econômica mundial.

Desse modo ampliou-se a percepção da *inovação* como um elemento importante na formação dos ciclos econômicos, motivando a discussão e investigação sobre sua centralidade na explicação dos ciclos econômicos a partir das abordagens de Schumpeter e Minsky. Para explicitar tal relação a dissertação buscou responder a seguinte questão: É possível explicitar a centralidade que tem as inovações na explicação dos ciclos econômicos a partir da complementariedade das visões de ciclo de Schumpeter e Minsky? A escolha dos autores deveu-se ao fato de serem reconhecidos na agenda pela discussão dos ciclos econômicos e das inovações.

No capítulo 2 discutiu-se, em linhas gerais, a tradição dos ciclos econômicos e suas críticas. Posteriormente foram apresentadas, de forma mais extensiva nos capítulos 3 e 4, as teorias dos ciclos de Schumpeter e Minsky. Viu-se que a tradição dos ciclos econômicos sustenta-se, basicamente, nos pressupostos da tendência ao equilíbrio geral, da neutralidade da moeda e das expectativas racionais dos agentes. Por sua vez, as teorias dos ciclos da heterodoxia criticam os fundamentos do *mainstream* e calcam seus modelos nos seguintes pressupostos: instabilidade endógena, não neutralidade da moeda e incerteza.

Na discussão sobre os ciclos em Schumpeter viu-se que os empresários estão sempre inovando em busca de ampliar seus lucros e que o crédito é indispensável ao processo de inovação. Conforme discutido, as inovações tecnológicas têm a capacidade de romper o

“fluxo circular”, instituindo um novo, sendo, portanto o principal determinante dos ciclos econômicos na abordagem schumpeteriana.

No capítulo 4 foi tratada a teoria dos ciclos de Minsky. Viu-se que as inovações financeiras são caracterizadas pela criação de crédito e que surgem a partir da constante busca do setor bancário por maiores lucros. Explicou-se como o acirramento da atividade especulativa, predominante nos momentos de *boom*, fragiliza financeiramente a economia, em função do alto grau de alavancagem dos agentes, tornando-a propensa a crises. Assim, as inovações financeiras constitui-se em um determinante crucial dos ciclos na teoria minskyana.

No capítulo 5 foi realizada a discussão sobre as relações entre os aspectos centrais das teorias dos ciclos de Schumpeter e Minsky. Foram expostas as diferenças que existem entre as teorias de ciclo econômico de Minsky e Schumpeter, mas também foram identificados traços que aproximam as visões dos dois. Sobretudo, a despeito das divergências entre as heranças teóricas e os modelos heurísticos, observou-se que as visões de ciclo dos dois economistas apresentam aproximações consideráveis entre si.

Os principais elementos de proximidade identificados são: i) a postura inovativa dos agentes econômicos em busca de novas oportunidades de lucro; ii) a importância da moeda, sob a forma de crédito, na evolução da economia; iii) a capacidade disruptiva da inovação sobre o sistema econômico e iv) a instabilidade estrutural endógena. Além disso a inovação é tida como o principal determinante que dá origem aos ciclos, de modo que, sem ela torna-se difícil explicar os ciclos econômicos através das teorias de Schumpeter e Minsky.

Discutiu-se que, sob a hipótese de Vercelli (1999),¹⁵⁵ os ciclos de Schumpeter e Minsky se complementam, uma vez que o ciclo originado na esfera financeira (minskyano) precisa da expansão real da economia (schumpeteriano). No mesmo sentido, o ciclo de Schumpeter precisa do ciclo de Minsky para poder se concretizar, pois, a criação de crédito, que ocorre via inovações financeiras, é indispensável à concretização das inovações tecnológicas. Assim, a suposição de Vercelli é de que há uma relação de complementariedade entre *os próprios ciclos* dos dois economistas. Entretanto, a questão principal dessa dissertação diz respeito à complementariedade *das visões de ciclo* de Schumpeter e Minsky. Todavia, pode-se afirmar que as inovações financeiras surgem, possivelmente, diante de condições de mercado semelhantes em que tendem a surgir as inovações tecnológicas,

¹⁵⁵ Ver página 138.

portanto, não se abandonou completamente a hipótese de Vercelli, embora não se tenha assumido que os *ciclos em si* são complementares.

Em suma, a conciliação entre a visão de ciclo tecnológico de Schumpeter e a visão de ciclo financeiro de Minsky é capaz, em tese, de tornar mais explícita a dinâmica cíclica do sistema capitalista, bem como o protagonismo da inovação nesse processo, reforçando assim a hipótese central da dissertação que afirma que a inovação é central na explicação dos ciclos econômicos nas abordagens teóricas de Schumpeter e Minsky, o que torna suas *visões* da dinâmica de uma economia de mercado complementares.

Por outro lado, ao analisar, a evolução dos ciclos schumpeteriano e minskyano, amplia-se a percepção do potencial de instabilidade que a dinâmica do sistema capitalista, motivado fundamentalmente pela busca de lucros, o que, por sua vez, leva os agentes a inovarem. Isto é, inovar é “natural” em uma economia capitalista e a inovação é o principal determinante dos ciclos econômicos, tanto na esfera real quanto na esfera monetária. Observou-se também que, as inovações financeiras podem apresentar um potencial de instabilidade mais elevado se comparadas com as inovações tecnológicas, uma vez que os mercados financeiros apresentam maior volatilidade do que os mercados de bens.

Destarte, conclui-se que a proximidade e, mais que isso, a complementariedade, da visão dos ciclos econômicos de Schumpeter e Minsky permite uma compreensão mais ampla a respeito da instabilidade estrutural endógena do sistema capitalista, indicando que se trata de um sistema suscetível a ciclos, que são gerados, principalmente, de forma endógena, a partir das inovações motivadas pela constante busca de lucros por parte dos empresários do setor real e monetário da economia.

Por fim, é possível concluir que a centralidade da inovação na explicação dos ciclos econômicos de Schumpeter e Minsky torna suas visões complementares, permitindo, portanto, uma visão mais ampla sobre a instabilidade do sistema capitalista.

REFERÊNCIAS

- AKERLOF, G. A. The market for ‘lemons’; qualitative uncertainty and the markets mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 85, p. 488-500, Aug. 1970.
- AREND, M.; FONSECA, P. C. D. Brasil (1955-2005): 25 anos de *catching up*, 25 anos de *falling behind*. **Revista de Economia Política**, v. 32, n. 1, p. 33-54, jan/mar. 2012.
- ARROW, K. J.; DEBREU, G. The Existence of an equilibrium for a competitive economy, **Econometrica**, v. 22, p. 265-90. 1954.
- ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. **Dossiê da Crise**. Porto Alegre. 2008. Disponível em: < <http://www.ppge.ufrgs.br/akb>>. Acesso em: agosto de 2011.
- _____. **Dossiê da crise II**. Porto Alegre. 2010. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb>>. Acesso em: 15 jul. 2011.
- BAXTER, M.; KING, R. C. Measuring business cycles: approximate band-pass filters for economic time series, **National Bureau of Economic Research**, New York, 1999. Disponível em: < <http://www.nber.org/papers/w5022>>. Acesso em: 18 mar. 2012.
- BURNS, A. F.; MITCHELL, W.C. Measuring business cycles. **National Bureau of Economic Research**, New York, 1946. Disponível em: <<http://www.nber.org/books/burn46-1>>. Acesso em: 10 jan. 2012.
- CAGNIN, R. F. “Inovações financeiras e institucionais do sistema de financiamento residencial americano”, **Revista de Economia Política**, v. 29, n. 3, p. 256-273, jul./set. 2009.
- CARVALHO, F. C. Entendendo a recente crise financeira global. In: _____ **Dossiê da Crise: Associação Keynesiana Brasileira**. 2008. Porto Alegre. 2008. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb>>. Acesso em: 20 ago.2011.
- _____. Inovação financeira e regulação prudencial: da regulação de liquidez aos Acordos de Basileia. In: _____ **Regulação financeira e bancária**. São Paulo, Atlas, 2005.
- _____. Keynes, a instabilidade do capitalismo e a teoria dos ciclos econômicos. **Pesquisa e Planejamento Econômico – IPEA**, Rio de Janeiro, v. 18. p. 741-163, dez. 1988.
- _____. Mr Keynes and the Post Keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy (new directions in modern economics). Brookfield. Edward Elgar Pub. 1992.
- DAVIDSON, P. Money and the real world. Biddles Ltd. Britain. 2002.
- _____. Finance, funding and investment. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 9, n. 1, 1986.
- DIEBOLD, F.X.; RUDEBUSCH, G. Measuring business cycles: a modern perspective. **Review of Economics and Statistics**, 78, p. 67-77. 1996.

DYMSKI, G.; POLLIN, R. Hyman Minsky as a hedgehog: the power of the wall street paradigm. In: _____ FAZZARI, S.; PAPADIMITRIOU, D. (Org.). **Financial conditions and macroeconomic performance: essays in Honor of Hyman P. Minsky**. London: M.E. Sharpe, 1992.

FARHI, M. ; CINTRA, M. A. M.. A arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo. **Revista de Economia Política**, Campinas, v. 29, n. 3, p. 274-294, jul/set. 2009.

FAZZARI, S.; PAPADIMITRIOU, D. (Org.). **Financial conditions and macroeconomic performance: essays in Honor of Hyman P. Minsky**. London, M.E. Sharpe, 1992.

FILHO, F. F. & PAULA, L. F. de. Pode “Ela” Acontecer de Novo? In: _____ **Dossiê da Crise: Associação Keynesiana Brasileira**. 2008. Porto Alegre. 2008. Disponível em: < <http://www.ppge.ufrgs.br/akb>>. Acesso em: dezembro de 2011.

FMI. A Quarterly publication of the International Monetary Fund, **Finance & Development**, Washington, v. 47. n. 4. 2010.

FRIEDMAN, M. The quantity theory of money: a restatement. In: _____ FRIEDMAN, M. **Studies in the quantity theory of money**. University of Chicago Press, Chicago, 1956.

GOUVEIA de, S. H. C. Sincronização dos ciclos económicos na área do euro: teoria, factos e determinantes. *Tese de Doutorado*. Universidade de Trás-os-Montes e Alto Douro. Vila Real, 2008.

GREENWALD, B. C., STIGLITZ J. E., WEISS, A. Informational imperfections in the capital market and macroeconomic fluctuations. **American Economic Review**, v. 74, n. 2, p.194-355, 1984.

GURLEY, J. & SHAW, E. Financial aspects of economic development. **American Economic Review**, v. 45, n. 4, 1955.

HARROD, R. F. An Essay in Dynamic Theory. **The Economic Journal**, v. 49, n. 193. p. 14-33, 1939.

HICKS, J. R., Mr. Keynes and the ‘classics’: a suggested interpretation, **Econometrica**, v. 5, n. 2, p. 147-59. 1937.

KEYNES, J. M. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. **Coleção os Economistas**. Editora Nova Cultural Ltda, São Paulo. 1996.

_____. The Collected Writings of John Maynard Keynes. v. 28. London and Basingstoke: Macmillan, for the **Royal Economic Society**, 1973.

KIRMAN, A. P. Whom or what does the representative agent represent, **Journal of Economic Perspectives**, v.6, n. 2, p. 36-117. 1992.

LOURENÇO, A. L. C. de. O pensamento de Hyman P. Minsky: alterações de percurso e atualidade. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 15, n. 3, p. 445-474. 2006.

LUCAS, R. E., Jr. Understanding Business Cycles. In: _____ BRUNNER, K.; MELTZER, A. H. **Stabilization of the Domestic and International Economy**, **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, v. 5, p. 7-29, Amsterdam: North-Holland. 1977.

LUCAS, R. E., JR.; SARGENT, T. J. **Rational expectations and econometric practice**. Minneapolis: University of Minnesota Press, 1981.

MINSKY, H. P., Central banking and money market changes. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 71, p. 171-187. Oxford University Press. 1957.

_____. **John Maynard Keynes**. McGraw-Hill Book Company, New York. 2008a.

_____. **Stabilizing an unstable economy**. McGraw-Hill Book Company, New York . 2008b.

_____. The Financial Instability Hypothesis. Working Paper N. 74. May 1992. In: _____ **Handbook of Radical Political Economy**, by Philip Arestis and Malcolm Sawyer, Edward Elgar. Aldershot, 1993.

MINTZ, I. Dating postwar business cycles: methods and their application to western germany, 1950-67. UMI. **National Bureau of Economic Research**. 1970.

MUTH, J. F., Rational Expectations and The Theory of Price Movements. **Econometrica**, v. 29, n. 3. 1961.

NEUMANN J. V. A model of general economic equilibrium. **The Review of Economic Studies**, v. 13, n. 1,p. 1-9. 1946.

OLIVEIRA, P. M. G. de, **Indicadores coincidentes de actividade e ciclos económicos teoria e evidência para Portugal**. 2002. 148 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Instituto Superior de Economia e Gestão. Universidade Técnica de Lisboa, Portugal, 2002.

PAPADIMITRIOU, D. B.; WRAY, L. R. An unstable economy: two decades later. In: _____ **Contents by Stabilizing an unstable economy**. McGraw-Hill. 2008

PAULA de, L. F. R. Dinâmica da firma bancária: uma abordagem não convencional. **Revista Brasileira de Economia**, v. 53, n. 3, p. 323-356, jul./set. 1999.

PRATES, D. M. As Assimetrias do Sistema Monetário e Financeiro Internacional. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 9, n. 2, p. 263-288, Rio de Janeiro. Mai./ago 2005.

POSSAS, M. L. **Dinâmica da Economia Capitalista: Uma abordagem Teórica**. Editora Brasiliense. São Paulo. 1987.

SACHSIDA, A. **A crise financeira de 2007-09: uma explicação liberal**. [S.l.:s.n.], 2011. Disponível em: < <http://ffn-brasil.org.br/novo/PDF-ex/Publicacoes/EbookCriseFinanceira.pdf>>. Acesso em: 10 jan. 2012.

SANDRONI, P. **Novíssimo dicionário de economia**. São Paulo: Best Seller, 1999.

SARGENT, T J. ; WALLACE, N. 'Rational' expectations, the optimal monetary instrument, and the optimal money supply rule. **J.P.E.** v. 83, p. 241-54. 1975.

SCHUMPETER, J.A. A instabilidade do capitalismo, In: _____ **Clássicos de literatura econômica: textos selecionados de macroeconomia.** 3ª. ed. IPEA. Brasília. 2010.

_____. **Business cycles: a theoretical, historical and statistical analysis of the capitalist process.** New York, McGraw-Hill Book Company. 1939.

SCHUMPETER, J.A. **Capitalismo, socialismo e democracia.** Editado por George Allen e Unwin Ltd. Tradução de Ruy Jungmann. Editora Fundo de Cultura, Rio de Janeiro. 1961.

_____. **History of Economic Analysis.** Edited from Anuscript by Elizabeth Boody Schumpeter and With an introduction by Mark Perlman. Taylor & Francis e-Library, 2006.

_____. A. Teoria do Desenvolvimento Econômico. **Coleção Os Economistas.** São Paulo, Nova Cultural Ltda, 1997.

SHIKIDA, P. F. A. & BACHA, C. J. C. Notas sobre o modelo schumpeteriano e suas principais correntes de pensamento. **Teoria e Evidência Econômica,** Passo Fundo, v. 5, n. 10, p. 107-126.1998.

TOBIN, J. The commercial banking firm: a simple model. **Scandanavian Journal of Economics,** v. 84, n. 4. 1982.

_____. The commercial banks as creators of “money”. In: _____. **Essays in Economics,** v.1. Cambridge, MIT Press, 1987.

VERCELLI, A. **Methodological foundations of macroeconomics: Keynes and Lucas.** Cambridge, Cambridge University Press, 1991.

_____. **Minsky, Keynes and the structural instability of a sophisticated monetary economy.** Quaderni: Dipatimento di Economia Politica. n. 248. 1999a.

_____. Preferência pela liquidez e valor de opção. **Economia e Sociedade,** Campinas. v.12, p. 21-40. 1999b.

WALRAS, L. Compêndio dos elementos de economia política pura. **Coleção Os Economistas.** Editora Nova Cultural Ltda. São Paulo. 1996.

ZARNOWITZ. V. Business cycles: Theory, history, indicators, and forecasting. **National Bureau of Economic Research Conference on Research in Business Cycles.** University of Chicago Press, Chicago. 1992.