

# Readaptando a hipótese da instabilidade financeira (Minsky está morto?)

Pedro Paulo Zahluth Bastos<sup>1</sup>

## Resumo

*O artigo busca reformular a hipótese da instabilidade financeira de Minsky para adequá-la a um novo contexto histórico das relações entre as esferas produtiva e financeira no capitalismo contemporâneo. Argumenta-se que, se é verdade que as transformações institucionais no sistema financeiro internacional tornaram obsoleta a forma como Minsky apresentou sua hipótese, é possível utilizar seu esquema analítico mais geral para, reformulado, contribuir para a compreensão das crises financeiras do capitalismo contemporâneo.*

## Introdução

As mudanças histórico-institucionais que caracterizaram os mercados financeiros internacionais nas duas últimas décadas levaram alguns economistas a afirmar, corretamente, que teorias formuladas para explicar o funcionamento financeiro da economia capitalista no pós-guerra haviam ficado defasadas em relação à nova “macroestrutura financeira” dos capitalismo centrais ou, em outra interpretação, em relação aos últimos “estágios” da evolução do sistema financeiro (como exemplo, ver Braga, 1992 e Chick, 1993). Estes economistas (obviamente, de cunho não-ortodoxo e preocupados com as condições históricas de validade das hipóteses teóricas) advertem-nos que o capitalismo não deixou, com as mudanças, de conviver com instabilidades financeiras – ao contrário, elas foram acentuadas. Tais instabilidades, no entanto, seriam agora de novo tipo: a especulação financeira com ativos transacionados em mercados secundários e derivativos assumiu proporções que eram inimagináveis no pós-guerra, gerando ciclos especulativos do preço de ativos líquidos que inevitavelmente rebentam, mais cedo ou mais tarde, em crises.<sup>2</sup>

---

1 Doutorando - UNICAMP. Instituto de Economia (IE).

2 O prof. Braga enfatiza que a “instabilidade é de outro tipo, não é do tipo que Minsky acusava. As corporações reduzem a taxa de endividamento com bancos e aumentam o autofinanciamento com lucros financeiros, além de dinamizarem, como um fim em si mesmo, as aplicações financeiras (*‘paper transactions’*). A instabilidade financeira, no nível micro, depende de situações patrimoniais

Nessas circunstâncias, é relevante perguntar até que ponto a hipótese da instabilidade financeira de Hyman Minsky, formulada para investigar a relação entre o comportamento cíclico dos investimentos produtivos e do crédito bancário, ainda preserva alguma validade heurística quando há evidências de que o comportamento dos ciclos financeiros não está mais tão intimamente associado aos ciclos de investimento produtivo. Teria a teoria da instabilidade financeira se tornado completamente anacrônica, em razão das mudanças institucionais (securitização de créditos, ‘desintermediação’ bancária, globalização dos mercados monetários, etc.) que marcaram o capitalismo nas duas últimas décadas?

Este trabalho pretende esboçar uma linha possível de resposta para essa pergunta: se houver algum substrato mais geral na hipótese de Minsky, que fundamente a análise da instabilidade financeira em qualquer configuração institucional específica, é possível argumentar (ainda que com qualificações e reformulações) a favor da aplicabilidade de sua hipótese às novas dinâmicas financeiras. A meu ver, o argumento mais geral da teoria de Minsky é que as expansões cíclicas das transações econômicas capitalistas são, inevitavelmente, acompanhadas por fragilidades financeiras e, portanto, que o capitalismo é recorrentemente sujeito a crises financeiras. Formulada a esse nível de generalidade – e ainda que ficasse apenas a esse nível, ela já é um gigantesco avanço em relação a qualquer tipo de ficção equilibrista –, não há porque descartar, a priori, a teoria de Minsky. Entretanto, também não há porque não a reformular.

---

especulativas, resultantes de operações em mercados entrelaçados como Tóquio, Nova Iorque, Londres”: (Braga, 1992: 41). O referido professor argumenta que as mudanças na “macroestrutura financeira” dos capitalismos centrais não implicaram, propriamente, em “desintermediação bancária”: um maior grau de autofinanciamento dos investimentos produtivos coincidiu com um elevado grau de alavancagem creditícia orientada, em alguns países mais que em outros, para a especulação com ativos líquidos. Aglietta (1995), por sua vez, demonstrou que tais alterações não apagaram as diferenças institucionais entre sistemas financeiros nacionais, apesar de aprofundarem a importância dos mercados de capitais e acentuarem a frequência dos ciclos financeiros, internacionalmente: disso resulta que, dentre os países industrialmente avançados, sistemas financeiros, nos quais a importância relativa dos mercados de crédito bancário é maior, são mais favoráveis ao financiamento dos investimentos produtivos. Sistemas financeiros mais diretamente dominados por mercados de capitais, investidores institucionais e especulações autônomas com ativos líquidos, por sua vez, tendem a desfavorecer investimentos produtivos e a inserção do espaço industrial nacional nos mercados internacionais. Sobre esta questão, ver também Zysman (1983; 1995).

## 1 A hipótese de Minsky

Minsky formulou sua teoria tendo por referência a interação entre as condições de financiamento creditício e as condições de realização de lucros nos mercados de bens, dinamicamente. Em outras palavras, propôs-se a fundamentar uma teoria dos ciclos monetário-creditícios, articulados aos ciclos de investimentos e produção, de maneira a dar conta não apenas das decisões de constituição da carteira de ativos – mas, também, da maneira como a evolução cíclica das condições de financiamento dessas carteiras de ativos (em particular, os instrumentais) contribui para a instabilidade endógena da economia capitalista.

Para Minsky, as decisões de gasto na compra de ativos instrumentais são cíclicas, e seus ciclos são entremeados por crises financeiras — crises que restringem, momentaneamente, as possibilidades de expansão dos investimentos produtivos. Sendo assim, a economia capitalista não pode expandir-se de modo estável e linear, mas de modo instável e descontínuo: a instabilidade financeira deita raízes no fato de que a expansão dos gastos na compra de ativos costuma ser financiada por uma acumulação de débitos, nos passivos. Se, por um lado, as decisões de compra de ativos instrumentais são muito arriscadas – nada garante que as expectativas de receitas que motivaram as compras sejam satisfeitas –, os compromissos financeiros estipulados nas dívidas, por outro lado, são certos, eis que garantidos por contratos.

Nessas circunstâncias, o descasamento entre a estrutura de ativos e a de passivos não se manifesta em crise, enquanto as convenções coletivas e a concorrência capitalista levarem os investidores a tomar novos créditos para financiar novas compras de ativos instrumentais (desde que o sistema de crédito confie na capacidade de pagamento das dívidas, adiantando créditos). A expansão dos gastos com compras de novos ativos instrumentais continuaria gerando, conjuntamente, as receitas necessárias para que parte substantiva dos devedores conseguisse arcar com seus compromissos de dívida. O aumento da rentabilidade bancária associada a essa expansão, por sua vez, motivaria os bancos, em concorrência mútua, a continuar adiantando créditos para os investidores, expandindo suas carteiras de financiamento.

O casamento circunstancial entre as estruturas de ativos e passivos criadas pela expansão creditícia é, no entanto, inerentemente sujeito a instabilidades. Sua crise será tanto maior quanto maior for o estoque de

dívidas gerado pela euforia prévia: a fragilidade financeira inerente à expansão está em que a estrutura patrimonial criada é resultado de expectativas passadas – expectativas essas (esta é a hipótese teórica) que não permanecerão favoráveis infinitamente. Sempre que as convenções coletivas se forem revertendo (independentemente dos motivos da reversão), a redução dos gastos agregados diminuiria a geração das receitas necessárias para arcar com os compromissos de dívida.<sup>3</sup> A reação defensiva de investidores e financiadores diante da progressiva reversão da convenção expansiva faria com que a elevação das taxas de juros e a retração do gasto agregado tendessem a produzir dinâmicas cumulativamente recessivas, assim como anteriormente a coerência dos planos havia produzido dinâmicas cumulativamente expansivas.

Se Minsky buscou relacionar a dinâmica creditícia à dinâmica dos investimentos em ativos instrumentais, há evidências de que, hoje, o comportamento dos ciclos financeiros não está mais tão intimamente associado aos ciclos de investimento produtivo. A expansão de aplicações financeiras em mercados de ativos transacionados em mercados secundários e/ou de oferta escassa – com a intermediação e/ou apoio financeiro bancário – fez com que o ciclo financeiro (ou, ao menos, certos ciclos financeiros) deixasse de ter uma relação direta com o comportamento dos investimentos produtivos, com as condições de realização de lucros nos mercados de bens e com as expectativas a elas associadas, como será discutido adiante.

Tais mudanças históricas invalidam a utilização da hipótese teórica de Minsky para a compreensão das novas dinâmicas financeiras privadas? Seu esquema analítico era, em termos absolutos, historicamente circunscrito?

## **2 Reformulando a compreensão da interação entre as esferas financeira e produtiva**

Os termos da questão sobre se uma teoria formulada e aplicada a certos contextos históricos particulares pode ser reformulada para possibilitar a compreensão de outras circunstâncias histórico-institucionais

---

<sup>3</sup> Como se sabe, Minsky elaborou uma tipologia (*hedge*, especulativa e *ponzi*) que identificava o grau de fragilidade das posições patrimoniais dos investidores, segundo critérios de liquidez e solvência de suas carteiras – que, ao longo de um ciclo de expansão creditícia, tendiam a transitar das formas mais seguras para as mais expostas a riscos.

(ainda nos quadros de uma economia capitalista) deve ser formulada da seguinte maneira. De um lado, para que o esquema analítico de Minsky pudesse ser aplicado sem quaisquer qualificações às novas condições histórico-institucionais do capitalismo, seria necessário que o padrão de interação entre os mercados de bens (investimento e produção), de crédito bancário e, por último, de ativos líquidos (inclusive os mercados de capitais) não se tivesse alterado em relação ao padrão característico das décadas de expansão industrial do pós-guerra – quando Minsky formulou sua teoria da instabilidade financeira. De outro lado, para que o esquema analítico de Minsky não pudesse ser aplicado de nenhum modo, ainda que com reformulações e adaptações, seria necessário que as transformações institucionais do capitalismo tivessem alterado a natureza dessa economia a ponto de eliminar sua convivência com instabilidades financeiras – a característica essencial das expansões capitalistas, para Minsky.

Este trabalho defende o meio-termo: como a economia capitalista continua a ser caracterizada por instabilidades financeiras, o esquema analítico de Minsky pode servir para a compreensão das novas dinâmicas financeiras privadas; entretanto, como mudou a configuração institucional no interior da qual as instabilidades financeiras do capitalismo se manifestam, o esquema analítico de Minsky e, em particular, a hipótese de instabilidade financeira não podem ser aplicados sem as devidas reformulações e qualificações (tanto maiores quanto maior for a aproximação à análise de estruturas financeiras nacionais concretas). Mais especificamente, a hipótese da instabilidade financeira não pode ser aplicada sem que se reformule a compreensão da interação entre:

- mercado de ativos instrumentais,
- mercado de crédito, e
- mercado de ativos líquidos, em relação à compreensão que, dessa interação, tinha Minsky.

Minsky costumava afirmar que as decisões capitalistas tomadas em quaisquer desses três mercados tinham um conteúdo eminentemente especulativo: as decisões seriam tomadas com base em especulações a respeito de um futuro incerto. Os investimentos (riqueza nova) seriam decididos sempre que o preço de demanda dos ativos instrumentais (o fluxo esperado de receitas descontado por uma taxa de juros implícita) superasse o preço de oferta (corrente) que estimula os produtores de ativos instrumentais a colocar sua produção à venda. Mas isso não bastaria: seria preciso que,

diante do mercado de crédito, as especulações dos investidores fossem coerentes com as especulações dos financiadores, de modo que os créditos fossem adiantados a taxas mutuamente satisfatórias. Na construção teórica de Minsky, os mercados de capitais, em que seriam transacionados títulos líquidos representativos da riqueza imobilizada em ativos instrumentais (riqueza velha), teriam uma dinâmica eminentemente subordinada à dinâmica dos outros dois mercados – ou, pelo menos, teriam uma dinâmica pouco autodeterminada.

Com efeito, Minsky argumentava que os *booms* especulativos dos preços de ativos líquidos, transacionados em mercados secundários e/ou de oferta escassa, seriam fenômenos temporários – surgiriam durante a aceleração inflacionária característica dos períodos de *boom* do preço de demanda dos novos ativos instrumentais. E, assim como dependeriam de um conjuntura de *boom* dos investimentos para iniciar-se, não tenderiam a manter uma dinâmica ulterior de valorização depois que o ciclo de investimentos produtivos se revertesse e que, em sua reversão, provocasse crises generalizadas de liquidez e processos de liquidação de ativos.<sup>4</sup>

Em particular, a bem sucedida especulação de uma firma de capital aberto na compra de ativos instrumentais que se mostrassem capazes de propiciar as receitas necessárias para arcar com os custos de seu financiamento creditício (e os demais custos correntes) resultaria, nos mercados de capitais, em uma apreciação das ações da firma. A bem sucedida especulação acionária dependeria do ritmo dos negócios com riqueza produtiva nova: a manutenção da conjuntura de expansão dos investimentos em novos ativos instrumentais é que produziria os resultados correntes capazes de valorizar o preço da riqueza velha. Para Minsky, o *boom* no mercado acionário (onde se avalia a riqueza velha) acompanharia o *boom* no preço de demanda de novos ativos de capital, em um processo de estimulação recíproca – entre a especulação das firmas e a especulação acionária. Esses *booms* simultâneos teriam efeitos favoráveis na relação entre as firmas e o mercado de crédito bancário: a apreciação do valor acionário dos ativos instrumentais em operação das firmas acabaria,

---

4 Conferir, principalmente, Minsky (1975, cap. 4) – onde o movimento subordinado dos mercados de ações, por exemplo, é melhor explicitado –, e Minsky (1986, cap. 8) – onde se argumenta porque um “período de crescimento relativamente tranqüilo” tende a se transmutar em um “*boom* especulativo” que, inevitavelmente, incorrerá em crise.

finalmente, por aumentar sua capacidade de tomar créditos para financiar novos investimentos.

Isto é: enquanto um *boom* acionário seria resultado de um *boom* em novos investimentos, esse *boom* acionário estimularia os créditos para a compra de novos ativos instrumentais; em outras palavras, durante um ciclo expansivo regido pelo aumento do preço de demanda dos ativos de capital, a especulação acionária não limitaria a expansão dos investimentos produtivos – ao contrário, viria a reboque da mesma e a estimularia ainda mais. Uma crise financeira provocada pela reversão do ritmo de expansão dos investimentos produtivos, por sua vez, provocaria um processo de liquidação de ativos (para pagamento das dívidas) que não deixaria de afetar os mercados secundários. Apenas nessa conjuntura depressiva dos preços nos mercados acionários – que, de resto, coincidiria e seria gerada por uma depressão dos preços de demanda dos ativos instrumentais – é que a especulação acionária poderia, em tese, reforçar a retração dos investimentos produtivos: a liquidação de ativos tornaria mais atrativa a oportunidade de transferência acionária da riqueza velha em relação à possibilidade de compra de novos ativos instrumentais.

A compreensão das novas dinâmicas financeiras privadas exige, atualmente, que se questione a hipótese de subordinação dos mercados de ativos líquidos aos mercados de ativos instrumentais e de crédito, com a qual Minsky formulou sua teoria da instabilidade financeira. Há evidências de que as transformações institucionais do sistema financeiro internacional, sentidas em alguns países mais que em outros, romperam essa subordinação: de uma atividade eminentemente conjuntural, as transações com ativos líquidos tornaram-se uma fonte permanente de renda para corporações, instituições financeiras e aplicadores individuais. Com isso, alteraram-se também as fontes de instabilidade financeira do sistema: as fragilidades não estão mais necessária e diretamente associadas ao comportamento dos investimentos produtivos e de sua forma de financiamento. Elas passaram a estar também associadas, cada vez mais, ao comportamento dos ciclos especulativos com ativos líquidos.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Não surpreende que o maior de todos os grandes especuladores, George Soros, admita que grande parte das transações com papéis (ou melhor, com *bills*) tem pouca relação direta com o mundo da produção – e, mais que isso, que sua dinâmica especulativa é fundamentada em convenções auto-refenciadas e processos miméticos, com um imenso grau de “reflexividade” e, obviamente, um imenso potencial para crises sistêmicas: ver Soros (1987; 1995) e Costa (1996).

A maior autonomia alcançada pela esfera da especulação com ativos líquidos, entretanto, não significa que os investimentos em riqueza nova passem ilesos ao que acontece no mundo da especulação com a riqueza velha – as duas esferas continuam permeadas pela interpenetração patrimonial.<sup>6</sup> Como grandes corporações e bancos também estão envolvidos nos circuitos de valorização financeira com ativos líquidos, os processos de liquidação e queda de preço desses ativos, característicos das crises financeiras, podem provocar rupturas ou ameaças de rupturas nas cadeias de pagamento que não deixam de afetar os preços de demanda nos mercados de investimento em novos ativos instrumentais. Nesse caso, a direção de causalidade, em tempos de crise, é inversa àquela sugerida por Minsky: o preço de demanda de novos ativos instrumentais pode ser reduzido sob o impacto de uma crise financeira originada nos mercados de ativos líquidos, cujos ciclos financeiros são mais autônomos que anteriormente.

Uma estilização abstrata da nova relação entre a dinâmica dos mercados financeiros e dos mercados produtivos, em que a dinâmica dos mercados de bens é menos determinante da dinâmica financeira do que fora no pós-guerra, poderia ser feita, por exemplo, como se segue. Passada a digestão de uma crise financeira prévia, um novo ciclo de inflação nos mercados de ativos líquidos poderia iniciar-se, por uma diversidade de motivos específicos, independentemente de um *boom* prévio do preço de demanda dos ativos instrumentais. Para iniciar-se independentemente de uma forte recuperação dos investimentos produtivos, a atração dos ganhos com atividades de especulação com ativos líquidos precisa ser maior que os ganhos esperados com a compra de novos ativos instrumentais e, ao atrair novos aplicadores, pode ser capaz de reproduzir a baixa atratividade relativa dos investimentos. As oportunidades abertas para ganhos com aplicações líquidas aumentam o prêmio de liquidez exigido nos empréstimos para investimentos produtivos: a elevação das taxas de juros de referência para o crédito aumenta a barreira de rentabilidade esperada que precisa ser superada para que novos investimentos produtivos possam ser realizados.<sup>7</sup> As fases de

---

6 A distinção entre especulação com riqueza velha e empreendimento em riqueza nova, e a análise de algumas de suas relações em um contexto marcado pela autonomia relativa dos mercados de capitais, foi realizada originalmente por Keynes (1936, cap.12).

7 Em particular, investimentos que exigem um grau de comprometimento financeiro mais longo e incerto, como o financiamento de iniciativas de P & D industrial, são discriminados, desfavoravelmente, pelas novas institucionalidades financeiras: não há como lançar, nos mercados de capitais, títulos líquidos representativos da riqueza imobilizada em P & D, que necessariamente envolve segredos industriais

expansão da especulação com ativos líquidos podem prometer uma rentabilidade mais rápida, para uma aplicação mais líquida, elevando as taxas de juros de referência cobradas para empréstimos menos líquidos e “desviando” recursos da esfera da imobilização da riqueza em novos ativos instrumentais ilíquidos (principalmente dos setores que não estão diretamente articulados às inovações tecnológicas que garantem uma rentabilidade superior, como no núcleo dinâmico da telemática/mecatrônica). Em outras palavras, a especulação com riqueza velha já não pode mais ser considerada uma mera bolha no rio dos empreendimentos em riqueza nova – como Minsky a considerava.<sup>8</sup>

Iniciado um ciclo de valorização de ativos líquidos, a canalização de um intenso fluxo de novas aplicações valorizaria os estoques de riqueza velha transacionados no mercado, promovendo ganhos de capital que incentivariam a entrada de novos aplicadores (alavancados em maior ou menor medida pelos créditos bancários), e assim sucessivamente. A geração de ganhos patrimoniais, por sua vez, estimularia, através de efeitos riqueza mais do que de efeitos multiplicadores derivados do gasto autônomo, uma elevação dos gastos em consumo das famílias privilegiadas pela valorização de ativos: independentemente do ritmo de expansão da capacidade produtiva doméstica dos setores sobre os quais essa demanda é canalizada, a atividade produtiva poderia recuperar-se de um período prévio de crise, a partir do empuxo do setor de bens duráveis de consumo (favorecido inclusive por expansões do crédito ao consumidor).<sup>9</sup>

Como o aumento da demanda de bens duráveis de consumo não é mais tão dependente da expansão dos investimentos produtivos, ele é capaz de produzir novas oportunidades de especulação com a inflação de estoques de bens de consumo (principalmente se o atraso de expansão da capacidade permitir um rápido esgotamento da capacidade ociosa existente), imóveis e, ali onde as importações de bens de consumo passarem por aumentos súbitos,

---

implicáveis, cuja rentabilidade é incerta e sujeita a longos prazos de maturação (ver Chesnais, 1994, caps. 10-12 e Aglietta, 1995).

<sup>8</sup> Talvez estejamos nos aproximando da situação em que os empreendimentos em nova riqueza se tornam uma bolha em um remoinho de especulação financeira, como na conhecida imagem sugerida por Keynes (1936, cap. 12: 159). Ironicamente, Minsky citou essa imagem no cap. 4 de seu *John Maynard Keynes* (1975: 90), apenas para elaborar o modelo acima descrito, e hoje obsoleto, da posição subordinada dos mercados de capitais em relação aos mercados de novos ativos instrumentais.

<sup>9</sup> Recentemente, Aglietta (1995), foi um dos teóricos heterodoxos que afirmou a importância do efeito riqueza e da expansão cíclica dos créditos ao consumidor para as variações de atividade no setor de bens duráveis de consumo.

até pressões especulativas contra a moeda nacional nos mercados de câmbio – sem que tenha ocorrido qualquer *boom* prévio do preço de demanda de novos ativos instrumentais. A tendência à antecipação de movimentos de aceleração da inflação e/ou ataques contra o câmbio parece ser inerente a *booms* da atividade de demanda de bens duráveis de consumo conduzidos por uma dinâmica financeira: como a expansão do consumo se torna mais dependente de efeitos riqueza associados à posse de ativos líquidos valorizados, e como pode gerar especulação com estoques de bens e imóveis, ela tende a produzir-se a um ritmo superior ao ritmo de ampliação da capacidade de produção doméstica capaz de atendê-la – tendendo a gerar expectativas de inflação ou de déficits comerciais, ou ambos.

Como os mercados que transacionam os ativos líquidos são sujeitos a uma intensa busca de sinalizações a respeito do que poderia estimular a psicologia do mercado a alterar-se, se o governo vier a promover uma elevação exógena das taxas de juros voltada a conter o *boom* especulativo e/ou proteger o câmbio de ataques especulativos, ele pode tão somente adiantar a irrupção da crise financeira – provocando rupturas das cadeias de pagamento que gostaria de evitar. A esse nível de análise, pode-se dizer que, como as políticas monetárias se tornaram muito endogeneizadas pelo perigo de crise financeira, apenas políticas de re-regulamentação dos mercados financeiros internacionais poderiam ter a eficácia de reconduzir a especulação financeira à condição de uma mera bolha no rio dos empreendimentos produtivos – nada menos que isso.

Obviamente, não se deve esperar que a reversão do ciclo especulativo apenas possa ser gerada por alterações na condução das políticas monetárias: as expectativas de inflação e/ou desvalorização cambial podem criar as sinalizações que os mais ágeis aplicadores e bancos esperam, para sair do rebanho altista, retirando recursos e elevando taxas de juros. Em países que não sejam fortemente superavitários em conta corrente (como são Japão e Alemanha), tal fuga de aplicações pode confundir-se com a fuga de títulos denominados em uma moeda que promete desvalorizar-se, provocando ataques cambiais e “vazamento” de recursos para fora de instituições financeiras domésticas – obrigando os bancos, por exemplo, a concorrerem por depósitos através da elevação das taxas de juros que não deixariam de refletir-se sobre as taxas para os tomadores finais (voltados a aplicações com ativos líquidos ou não), acentuando as fragilidades financeiras e a instabilidade das expectativas.

Com efeito, as expectativas de inflação, desvalorização cambial e elevação de juros tendem, hoje, a ser mais poderosos detonadores de uma crise financeira, porque ajudam a provocar deflações nos mercados de ativos líquidos (riqueza velha) – que, por sua vez, promovem um declínio abrupto do preço de demanda de ativos instrumentais (riqueza nova). Não é preciso que tenha ocorrido algum *boom* prévio dos investimentos produtivos para que eles voltem a retrair-se, com a crise dos mercados de ativos líquidos. Se o início da fase de expansão dos créditos para a especulação com ativos líquidos não é diretamente favorável à expansão dos investimentos produtivos, a expansão posterior dos mercados consumidores de duráveis potencializada por ganhos patrimoniais não propicia, necessariamente, um horizonte favorável a decisões de investimentos de longa maturação – pela competição das importações e pelo curto horizonte para uma expansão sustentada da economia, antes da próxima crise financeira. Nos países onde as mudanças na institucionalidade financeira mais avançaram, não é mais a principal característica dos ciclos de crédito que sejam conduzidos por um preço de demanda de novos ativos instrumentais que alcance um pico elevado para, depois, cair: esse preço nem chega a aumentar muito entre uma crise e outra, nem é mais o determinante fundamental da crise financeira, nem chega a recuperar-se com estabilidade depois que a crise é digerida (a não ser, obviamente, em alguns setores muito privilegiados pelas inovações tecnológicas que não chegam, entretanto, a empuxar os demais em uma rota sustentada de expansão, elevando sua rentabilidade relativa para além da oferecida pelos mercados de ativos líquidos). Minsky está morto?

### **Conclusão**

Não, Minsky não morreu. Em primeiro lugar, porque foi um dos teóricos do século que mais enfatizou, nos trilhos de Keynes, a importância das variáveis financeiras para a compreensão da economia capitalista. Em um contexto histórico em que as finanças assumiram uma autonomia ainda maior em relação aos “fundamentos reais” do mundo da produção, a relevância do lema programático fundamental de Minsky é acentuada, e não diminuída: vivemos cada vez mais em uma economia de *Wall Street*, e não de feira aldeã walrasiana. Nesse contexto, em que os ciclos especulativos de inflação e deflação de ativos líquidos tendem a ser mais auto-refenciados do

que os ciclos financeiros que interagem intimamente com as condições de realização de lucros nos mercados de bens, a possibilidade de reversão de ciclos por conta da mudança “reflexiva” de expectativas formuladas em condições de incerteza é tão ou mais relevante do que antes.

Em segundo lugar, porque não é nenhum demérito para Minsky que sua teoria possa ser reformulada para dar conta das novas dinâmicas financeiras privadas. Pelo contrário, ela só pode servir para isso porque explicitamente incorporara a existência de instabilidade cíclicas e inovações estruturais nos mercados financeiros. Entre outros motivos, é justamente em virtude dessas inovações que, em certos países mais que em outros, a relação entre os diversos mercados deixou de ser a mesma que aquela vigente quando Minsky formulou sua teoria da instabilidade financeira. A hipótese da instabilidade financeira, entretanto, é suficientemente abrangente para que possa servir não apenas como objeto de crítica mas, também, de reformulação.

### Referências bibliográficas

- AGLIETTA, M. *Macroéconomie financière*. Paris: Éditions La Découverte, 1995. (Collection Repères)
- BRAGA, J. C. S. A financeirização da riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismo centrais. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 2, pp. 25-57, ago.1993.
- CHESNAIS, F. *La mondialization du capital*. Paris: Syros, 1994.
- CHICK, V. *A evolução do sistema bancário e a teoria da política monetária*. Trad. por Otaviano Canuto. Campinas: UNICAMP.IE, 1993. (Apresentado no Ciclo de Seminários “25 anos de Economia na UNICAMP”).
- COSTA, F.N. *O ataque especulativo de George Soros*. Campinas, UNICAMP.IE, 1996. mimeo.
- KEYNES, J. M. (1936). *The general theory of employment interest and money*. Cambridge: Macmillan, 1986. (The Collected Writings of John Maynard Keynes; v. 7).
- MINSKY, H.P. *John Maynard Keynes*. New York: Columbia Univ. Press, 1975.
- \_\_\_\_\_. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven/London: Yale Univ. Press, 1986.
- SOROS, G. (1987). *A alquimia das finanças*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1996.

SOROS, G. (1995). *George Soros*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1996.

ZYSMAN, J. (1983). *Governments, markets, and growth - financial systems and the politics of industrial change*. London: Cornell Univ. Press, 1987.

\_\_\_\_\_. National roots of a 'global' economy. *Revue d'Économie Industrielle*, n. 71, Jan./Mar. 1995.