

Hyman P. Minsky

Nota Técnica Introdutória ao artigo “A Hipótese da Instabilidade Financeira”, de Hyman P. Minsky

DANIEL NEGREIROS CONCEIÇÃO | danielnconceicao@gmail.com.
Doutorando em Economia pela Universidade do Missouri em Kansas City, Estados Unidos, e membro fundador do Instituto Desemprego Zero.

A crise econômica global e o triunfo de Hyman P. Minsky

Com o colapso financeiro de 2008 e a crise econômica subsequente, colapsaram também as principais conjecturas que nas últimas décadas haviam se transformado na ortodoxia do pensamento econômico. Em resposta, economistas, membros da mídia especializada e elaboradores de políticas econômicas decidiram que é hora de buscar teorias alternativas à atual ortodoxia que ajudem a compreender como funcionam e porque oscilam tanto as economias capitalistas modernas. Talvez o mais feliz resultado desta busca

tenha sido a redescoberta de Hyman P. Minsky. A nota que segue procura explicar a relevância da hipótese da instabilidade financeira como descrição de crises financeiras e econômicas como a atual.

Introdução

Atualmente existe uma espécie de crise existencial que aflige grande parte dos economistas profissionais. Com a falência do Lehman Brothers em 2008 e a subsequente crise financeira e econômica colapsaram também as principais conjecturas que nas últimas décadas haviam se transformado na ortodoxia do pensamento econômico. Economistas que apenas dois anos atrás tinham quase absoluta certeza de que os modelos econômicos oferecidos pelas escolas dominantes de pensamento econômico descreviam razoavelmente bem economias capitalistas testemunharam acontecimentos econômicos de enorme relevância histórica sobre os quais suas teorias podiam explicar nada ou muito pouco. Embora ainda existam aqueles que se recusem a admitir a falência de modelos econômicos que representam economias capitalistas como sistemas que tendem ao equilíbrio eficiente¹, uma porção significativa dos economistas, membros da mídia especializada e elaboradores de políticas econômicas decidiu que é hora de buscar teorias alternativas à atual ortodoxia que ajudem a compreender como funcionam e porque oscilam tanto as economias capitalistas modernas. Talvez o mais feliz resultado desta busca tenha sido a redescoberta de Hyman P. Minsky, um dos principais expoentes da crescentemente influente escola Pós Keynesiana de economia.

Hyman P. Minsky morreu em outubro de 1996 na charmosa pequena cidade de Rhinebeck, distante de Nova Iorque cerca de duas horas de carro, em virtude de um câncer no pâncreas. Durante toda sua carreira escreveu sobre economia de acordo com o que considerava ser a interpretação correta e revolucionária da *Teoria Geral* de John Maynard Keynes (1936). Para Minsky, a idéia de que modernas economias capitalistas com sofisticados sistemas financeiros pudessem sozinhas se manter estáveis era completamente estapafúrdia. Ao longo de sua carreira, Minsky foi mantido à margem da ortodoxia econômica e

1 Em resposta a inúmeros escritos sobre o fracasso de teorias econômicas de inspiração neoclássica (em especial o artigo de Paul Krugman para a edição de 2 de setembro da *New York Times Magazine*), Robert Lucas (2009) e John Cochrane (2009) escreveram artigos eletrônicos defendendo que o colapso econômico de 2008 não foi resultado de mecanismos inerentes de economias de mercado, mas puramente fruto de escolhas infelizes realizadas pelas autoridades fiscais e monetárias.

suas idéias raramente receberam a atenção dos economistas mais renomados, da mídia e de governantes. Minsky escreveu a maior parte de sua obra durante as décadas em que a teoria Keynesiana tal qual apresentada por John Hicks e Alvin Hansen perdia espaço para o monetarismo de Milton Friedman, seguido pelo novo classicismo de Robert Lucas, e finalmente o Panglossismo econômico cego dos proponentes dos ciclos econômicos reais como Prescott, Long e Plosser. No início dos anos 1990, a ressurreição da interpretação reacionária de Hicks e Hansen da obra de Keynes promovida pelos auto proclamados novos keynesianos em nada contribuiu para que as idéias de Minsky ganhassem mais receptividade. Ao contrário, quando de sua morte, Minsky e os outros Pós Keynesianos pareciam mais do que nunca alienados pelo *mainstream* econômico.

Sempre irônico, quis o destino que a morte de Minsky ocorresse aproximadamente na mesma época em que se iniciava a série definitiva de bolhas especulativas e colapsos financeiros que acabaria por culminar na maior crise financeira e econômica desde o Crash de 1929 e a Grande Depressão dos anos 1930. Desde o final da década de 1990 momentos de crise financeira e econômica têm sido acompanhados por um sensível aumento do interesse geral pela obra de Minsky. Na verdade, um bom indicativo informal da severidade de uma crise econômica parece ser o nível de popularidade da obra do economista. Não é surpresa então, dada a gravidade da crise econômica atual, que Hyman Minsky e sua obra tenham se tornado mais populares que nunca. Seus livros mais importantes “Stabilizing an Unstable Economy” e “John Maynard Keynes” ganharam uma nova edição recauchutada e se tornaram campeões de venda e a expressão “momento Minsky” (*Minsky moment*) se tornou o mais novo jargão usado pela mídia para descrever a crise atual.

Desregulação Financeira e as Sementes do Novo “Momento Minsky”

A segunda metade da década de 1990 foi o período em que o mundo se deslumbrou com as possibilidades econômicas produzidas pela revolução tecnológica no setor das telecomunicações. Antes mesmo que se pudesse começar a entender as implicações sociais, políticas e econômicas de um mundo em que interações humanas ocorressem com cada vez mais freqüência em ambientes virtuais, o mundo foi tomado por empreendedores digitais em busca de elevados retornos financeiros que acreditavam serem inevitáveis. Mercados financeiros

crescentemente globalizados, outro resultado da revolução tecnológica no setor das telecomunicações, permitiram que investidores de todo o mundo apostassem cegamente, como que num cassino repleto de otimistas deslumbrados e com sorte de iniciantes, que continuariam subindo eternamente os preços de ações de empresas com nomes onomatopéicos do setor digital e de Internet. A bolha do mercado acionário do fim dos anos 1990 e o colapso da bolsa NASDAQ em 2000 foram os primeiros de uma série de eventos financeiros característicos da nova fase do capitalismo globalizado que Minsky cunhou: “capitalismo dos gerentes de dinheiro”.²

Embora os elementos que produziram as oscilações financeiras mais recentes e a crise econômica atual tenham estado presentes na dinâmica de todas as economias capitalistas ao longo da história, as condições para que a instabilidade financeira produzisse um potencial desastre econômico semelhante ao de 1929 foram recriadas recentemente. A resposta americana à crise dos anos 1930 foi instituir instrumentos de política econômica poderosos que permitissem ao governo responder rapidamente a reduções de demanda agregada e evitar assim retrações muito grandes nos níveis de emprego e de atividade econômica. Além disso, foram criados diversos instrumentos regulatórios com o intuito de manter sob rédeas curtas as ações de especuladores do mercado financeiro e coibir ações que aumentassem demasiadamente a fragilidade financeira da economia. No entanto, a ascensão das teorias econômicas de inspiração neoclássica ofereceu a governantes já simpatizantes da ideologia liberal a desculpa perfeita para dismantelar o sistema regulatório que por anos havia impedido que a fragilidade e instabilidade do sistema financeiro se elevassem a níveis que impedissem o funcionamento saudável da economia.

É interessante que a desregulamentação financeira americana tenha sido intensificada justamente após os EUA terem evitado por muito pouco uma catástrofe econômica com origens muitíssimo semelhantes às da crise atual. Uma crise econômica mais severa não foi gerada pelo colapso do mercado hipotecário no final da década de 1980 porque ainda era possível que reguladores punissem precocemente instituições financeiras que estivessem assumindo risco excessivo evitando assim que práticas financeiras desestabilizadoras fossem adotadas de forma generalizada. Ainda que uma crise econômica mais séria tenha sido evitada graças à ação dos reguladores, a crise financeira do mercado de caixas econômicas (*Savings & Loans* ou *thrifts*) serviu como justificativa para avançar a agenda desregulamentadora.

2 A expressão utilizada por Minsky em inglês era “money manager capitalism” (Minsky, 1996).

Mais compatível com a ideologia liberal que dominava então a política americana, o argumento que prevaleceu foi que a razão para a crise não havia sido a insuficiência e inadequação do então semi-ultrapassado sistema regulatório americano incapaz de evitar os excessos desestabilizadores praticados por criativos e não raro desonestos gerentes financeiros. Defendiam os liberais que o real motivo da crise havia sido o fato de existir qualquer tipo de regulação que estaria impedindo os mercados financeiros de atingirem seu funcionamento naturalmente eficiente. Durante as décadas que seguiram, foram eliminadas gradualmente várias das importantes amarras regulatórias que mantinham sob controle o mercado financeiro americano. Acostumado a seguir as tendências econômicas ditadas pelos EUA, o resto do mundo adotou a receita e criou-se um sistema financeiro global extremamente interligado, interdependente e pouquíssimo regulado.

Finalmente livres para perseguir seus objetivos maximizadores imediatistas, gerentes de dinheiro de todo o mundo trataram de encontrar formas fáceis de fazer inchar os portfólios de suas instituições sendo recompensados generosamente por isso com gordas gratificações em dinheiro e principalmente na forma de opções de compra das inflacionadas ações de suas próprias empresas. A fórmula de fazer dinheiro em mercados financeiros pouco regulados revelou-se extremamente simples: utilizar o acesso a crédito relativamente barato para alimentar bolha especulativa atrás de bolha especulativa. Embora antes de 2008 o estouro das bolhas tenha produzido grandes perdas financeiras, o estrago maior se concentrava sobre os participantes mais fracos deixando o mercado financeiro global cada vez mais concentrado e as principais instituições financeiras – principalmente seus executivos – em posição cada vez mais privilegiada para lucrar com a próxima bolha a ser criada.

O efeito do estouro da bolha do mercado de empresas pontocom foi uma pequena recessão nos primeiros anos do novo milênio. Nem bem o mercado financeiro americano e global haviam se recuperado das perdas produzidas pelo colapso da NASDAQ, uma nova bolha começou a se formar no mercado de imóveis dando vida nova à festa financeira global. Do estouro da bolha no mercado imobiliário resultou uma crise financeira muito mais grave que não permitiu que gerentes de dinheiro pudessem redirecionar seus recursos em tempo de alimentar a bolha que já se formava no mercado de commodities.

À crise econômica desencadeada pelo colapso do mercado de hipotecas subprime passou-se a referir como um “momento Minsky”. Na verdade, a explicação dada por Minsky para períodos de retração financeira e conseqüente retração do

nível de atividade econômica repete os argumentos de Irving Fisher (1933) sobre processos de deflação de dívidas. O “momento Minsky” se refere à dinâmica depressiva retro-alimentadora em que aqueles carentes de liquidez para cumprir suas obrigações de dívida se vêem obrigados a vender seus ativos por valores cada vez menores e aqueles com liquidez em excesso se recusam a adquirir os ativos ofertados enquanto persistir a tendência deflacionária.

Como exemplo de uma crise de deflação de dívidas à la Minsky e Fisher, a crise financeira das hipotecas *subprime* não fica devendo nem mesmo à crise de 1929. No entanto, a contribuição intelectual revolucionária de Minsky foi menos a descrição das deflações de ativos características de crises financeiras e mais a brilhante descrição das causas para a evidente fragilidade financeira de economias capitalistas modernas acometidas por crises financeiras com muitíssimo mais frequência do que se esperaria se fossem eficientes e tendessem ao equilíbrio os mercados financeiros como descrito pela teoria ortodoxa. Além disso, outro elemento importante da teoria de Minsky ainda pouco mencionado pelos redescobridores de sua obra são os instrumentos de política fiscal e monetária apresentados por ele como capazes de reduzir significativamente a incidência de oscilações financeiras violentas e evitar que eventuais retrações menores do sistema financeiro produzam efeitos mais graves na economia real.

A Hipótese da Instabilidade Financeira e a Crise

O artigo traduzido para esta edição da OIKOS foi escrito originalmente em 1992, quando Minsky já havia refinado em sua forma definitiva sua teoria financeira da variação do investimento e da renda agregada. Intitulado “A Hipótese da Instabilidade Financeira” (*The Financial Instability Hypothesis*), o artigo faz um breve resumo dos principais argumentos de Minsky que justificam sua descrição de como funcionam e porque são normalmente instáveis os mercados financeiros de economias capitalistas modernas. Para aqueles ainda não familiarizados com a teoria de Minsky, o artigo é possivelmente a introdução ideal.

De todas as teorias que compõe o ideário ortodoxo, talvez a mais contradita pela crise financeira recente seja a hipótese dos mercados financeiros eficientes de Eugene Fama (1965a, 1965b e 1970). Apresentada de forma bem simplista, a teoria financeira de Fama prevê que, em razão da possibilidade de participantes de mercados financeiros incorporarem em suas decisões todas as informações relevantes para a avaliação correta dos valores de ativos financeiros, os preços de

ativos transacionados em mercados financeiros tendem a refletir objetivamente e de forma eficiente as variáveis que de fato determinam os rendimentos gerados por estes ativos. Em outras palavras, ativos financeiros transacionados em mercados suficientemente sofisticados são precificados “corretamente”. Na ausência de transformações estruturais que alterem os fatores objetivos determinantes da rentabilidade de um ativo, flutuações nos preços de ativos financeiros deveriam ser raras e pouco significativas.

A Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky pode ser considerada a antítese da hipótese dos mercados eficientes de Fama. Profundo estudioso de Keynes, Minsky compreendeu que em uma economia monetária em que a atividade econômica é organizada em função da busca por ganhos nominais é impossível identificar elementos puramente objetivos que determinem a remuneração futura gerada por um ativo financeiro. Para Minsky, uma contribuição fundamental de Keynes em sua Teoria Geral teria sido a teoria de preferência de liquidez como uma teoria de precificação de ativos apresentada no Capítulo 17. Embora na versão de Minsky para a equação keynesiana do valor de um ativo as taxas de retorno tenham sido convertidas em valores nominais, os elementos componentes do valor de ativos foram mantidos os mesmos: o retorno esperado, custo de carregamento, o prêmio de liquidez e o ganho de arbitragem. Assim, porque as opiniões de participantes de mercados financeiros são o principal determinante do valor presente de instrumentos financeiros e porque estas opiniões são ao mesmo tempo guiadas pelos comportamentos destes mesmos preços, mercados financeiros tendem a ser dominados por feedbacks positivos que invalidam de forma decisiva a hipótese de mercados financeiros bem comportados de Fama. Os preços de ativos financeiros e o mercado financeiro como um todo são tão voláteis quanto as opiniões dos participantes destes mercados.

A hipótese da instabilidade financeira começa com a descrição de uma economia que experimenta um período de expansão estável em que as expectativas de produtores e investidores raramente são frustradas. Inicialmente investidores cautelosos financiam externamente a aquisição de novos ativos apenas modestamente assegurando-se que seus fluxos de caixa futuros sejam suficientes para cobrir completamente suas obrigações financeiras. Minsky classificou esta posição financeira em que o devedor consegue arcar com a totalidade de suas obrigações financeiras sem recorrer a novo endividamento de finanças hedge. A persistência da relativa bonança econômica faz com que agentes econômicos comecem a subestimar a possibilidade da ocorrência de retrações inesperadas de renda. Para

investidores, a economia em expansão cria oportunidades de obter retornos futuros generosos que por vezes exigem a contração de empréstimos mais arriscados. Embora as obrigações financeiras totais compostas de juros e pagamentos de principal superem nestes casos a capacidade de pagamento dos investidores em cada período, seus fluxos de caixa são suficientes para que ao menos os juros sejam pagos. Minsky classificou a posição financeira em que o devedor realiza apenas pagamentos de juros sobre sua dívida mantendo estável o tamanho de seu passivo de finanças especulativas.

A prosperidade econômica caracterizada por estáveis taxas de retorno sobre o investimento reduz o prêmio de liquidez e conseqüentemente o custo de obtenção de crédito novo alimentando a demanda por ativos menos líquidos. O mercado financeiro passa a ser dominado por touros e a persistente tendência de inflação dos preços de ativos alimenta mais ainda a demanda especulativa por esses ativos. Na ausência de regulação e políticas contracíclicas uma bolha financeira inevitavelmente acaba se formando. Detentores de ativos em apreciação têm agora a opção de refinar suas dívidas ainda que seus fluxos de caixa sejam insuficientes até mesmo para cobrir o pagamento de juros. Minsky classificou a posição financeira em que o devedor adiciona à sua dívida existente o valor de juros vencidos de finanças Ponzi. No caso de instituições em situação financeira de Ponzi a não obtenção de refinanciamento para as suas dívidas é fator suficiente para que se tornem insolventes.

De acordo com Minsky, economias capitalistas se tornam mais frágeis financeiramente na medida em que aumenta o número de instituições especulativas e Ponzi. Porque a sobrevivência financeira de entidades financeiras Ponzi depende da apreciação de seus ativos usados como colateral para o refinanciamento de dívidas vencidas, o adiamento do colapso financeiro em economias com predominância de entidades Ponzi depende da existência de alguma bolha inflacionária. No caso da crise do mercado *subprime*, o colapso financeiro pode ser adiado enquanto continuaram subindo os preços dos imóveis, o que permitiu que mutuários Ponzi refinanciassem suas hipotecas.

O momento exato que detona o colapso financeiro pode ter origens distintas. No caso da crise das hipotecas *subprime*, criativos originadores do mercado de hipotecas haviam criado pequenas bombas relógio na forma de hipotecas com juros reajustáveis em que mutuários pobres eram seduzidos a contrair empréstimos a juros iniciais baixíssimos ainda que depois de certo período os juros fossem ser reajustados impossibilitando muitas vezes que o mutuário conseguisse continuar

a cumprir suas obrigações financeiras. Com o aumento abrupto na inadimplência em hipotecas reverteu-se o otimismo generalizado, produziu-se o estouro da bolha e o mercado americano foi lançado numa crise de deflação de dívidas à la Fisher. A gravidade desta crise se deveu principalmente à enorme proporção do mercado financeiro que havia assumido posições financeiras Ponzi. O estouro da bolha imobiliária e a retração do crédito tornaram insolvente um número muito grande de entidades financeiras de todos os tamanhos, algumas consideradas grandes demais para falir.

Minsky acreditava que a hipótese da instabilidade financeira era o complemento necessário para a teoria de ciclos econômicos de Keynes baseada em flutuações no investimento privado. As eventuais crises financeiras que assolam economias fragilizadas pelo processo natural de Ponzificação produzem como efeitos gêmeos o incremento do prêmio de liquidez (custo de uso do dinheiro) e a redução da eficiência marginal do capital, ambos elementos que reduzem os gastos de investimento privado. De acordo com Minsky e seguindo Keynes, é a retração do investimento privado que produz, na ausência de injeções de renda contracíclicas pelo Estado ou de fora, a retração do nível de emprego e produção.

Conclusão

A teoria de Hyman Minsky deveria ser leitura obrigatória para aqueles que desejam entender de fato o funcionamento de mercados financeiros e os efeitos de oscilações destes mercados para economias reais. No Brasil, alguns autores já haviam incorporado as idéias de Minsky a seus trabalhos, mesmo antes de o economista ser redescoberto pela mídia especializada recentemente. Alguns exemplos são Possas (1993), Macedo e Silva (1999), Carvalho (2005), Ferrari (2005) e Lourenço (2006). Economistas treinados em economia ortodoxa que porventura tenham como resultado de suas observações mais recentes decidido abandonar os modelos de mercados eficientes em busca de alternativas mais adequadas para descrever economias capitalistas inerentemente instáveis provavelmente encontrarão nas teorias de Hyman Minsky muitas das respostas que procuram. A tradução e publicação do “Hipótese da Instabilidade Financeira” pela OIKOS configuram-se em importantes passos para aumentar a familiaridade de cientistas sociais brasileiros com este importante conjunto teórico.

A sugestão final feita aqui é que não finde o leitor sua investigação da obra de Hyman Minsky com o término da leitura do artigo publicado nesta edição. Uma vez

compreendidos os mecanismos que tornam economias capitalistas inerentemente instáveis é hora de identificar possíveis soluções introduzidas pelo Estado capazes de reduzir ou eliminar flutuações econômicas indesejáveis. A obra de Minsky está recheada de sugestões de políticas fiscais e monetárias capazes de tornar estáveis economias capitalistas inerentemente instáveis. Pesquise a obra deste autor.

Referências bibliográficas

- Black, William K. 2005. *The best way to rob a bank is to own one*. Austin: University of Texas Press.
- Carvalho, Fernando Cardim de. 2005. "Uma Contribuição ao Debate em torno da Eficácia da Política Monetária e Algumas Implicações para o Caso do Brasil." *Revista de Economia Política* 25(4):323-336.
- Cochrane, John H. 2009. "How did Paul Krugman get it so Wrong?"
- Conceição, Daniel Negreiros. 2009. "Entrevista com William K. Black." *Oikos* 8(1).
- Conceição, Daniel Negreiros. 2009. "Krugman's New Cross Confirms It: Job Guarantee Policies Are Needed as Macroeconomic Stabilizers." In *Economic Perspectives from Kansas City: Policy Analysis from the Faculty at the University of Missouri-KC: UMKC*.
- Fama, Eugene F. 1965a. "The behavior of stock-market prices." *Journal of business* 38(1):34.
- Fama, Eugene F. 1965b. "Random walks in stock market prices." *Financial Analysts Journal* 21(5):55-59.
- Fama, Eugene F. 1970. "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work." *Journal of finance*:383-417.
- Ferrari-Filho, Fernando and Octavio Augusto Camargo Conceição. 2005. "The Concept of Uncertainty in Post Keynesian Theory and in Institutional Economics." *Journal of Economic Issues* XXXIX(3):579-594.
- Fisher, Irving. 1933. "The debt-deflation theory of great depressions." *Econometrica* 1(4):337-357.
- Hansen, Alvin H. 2007. *Economic policy and full employment*: Hansen Press.
- Hicks, John R. 1937. "Mr. Keynes and the "Classics"; A Suggested Interpretation." *Econometrica* 5(2):147-159.
- Krugman, Paul. 2009. "How Did Economists Get It So Wrong? ." In *The New York Times Magazine Online*: The New York Times.
- Lourenço, André Luís Cabral de . *O pensamento de Hyman P. Minsky: alterações de percurso e atualidade*. *Economia e Sociedade (UNICAMP)*, v. 15, p. 445-473, 2006.

- Lourenço, André Luís Cabral de . Minsky and Keynes on investment volatility: was there an overstatement?. In: Wray, L. Randall; Forstater, Mathew. (Org.). Keynes and Macroeconomics after 70 years. 1 ed. Cheltenham: Edward Elgar, 2008, v. 1, p. 37-50.
- Lucas, Robert E., Jr. 2009. "In Defence of the Dismal Science." In Economist.com.
- Silva, Antonio Carlos Macedo e. 1999. Macroeconomia sem Equilíbrio. Petrópolis: Vozes.
- Minsky, Hyman P. 1976. John Maynard Keynes. London: Macmillan.
- Minsky, Hyman P. 1982. Can " it" happen again?: essays on instability and finance: Sharpe.
- Minsky, Hyman P. 1992. "The financial instability hypothesis." In Working Paper Series: The Levy Economics Institute of Bard College.
- Minsky, Hyman P. 1996. "Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies: Remarks upon Receiving the Veblen-Commons Award." Journal of Economic Issues 30(2):357-368.
- Minsky, H.P. 2008. Stabilizing an Unstable Economy: McGraw Hill Professional.
- Minsky, Hyman P. 2008. "Securitization." In Policy Notes: The Levy Economics Institute of bard College.
- Possas, Mario. 1993. "Racionalidade, Coordenação e Mudança: Uma Agenda para a Teoria da Dinâmica Macroeconômica." In Concurso para a vaga de Professor Titular em Economia da FEA/UFRJ.
- Wray, L. R. 2009. "O novo capitalismo dos gerentes de dinheiro e a crise financeira global." *Oikos* 8(1).

A hipótese da instabilidade financeira¹

The Financial Instability Hypothesis

HYMAN P. MINSKY

Tradução: Bruno Negreiros Conceição | brunonegreiros@gmail.com
Mestrando em Economia Política Internacional pela UFRJ, Brasil.

Revisão Técnica: Daniel Negreiros Conceição | danielhconceicao@gmail.com. Doutorando em Economia pela Universidade do Missouri em Kansas City, Estados Unidos.

A hipótese da instabilidade financeira possui tanto aspectos empíricos como teóricos. O aspecto empírico mais facilmente observado é o fato de que, ao longo do tempo, as economias capitalistas apresentam inflações e deflações de débitos que parecem ter o potencial para fugir do controle. Em tais processos, as reações do sistema econômico em resposta ao movimento da economia amplificam o movimento deflagrador – inflação se alimenta de inflação e deflação de débitos se alimenta de deflação de débitos. Intervenções de governos destinadas a conter tais processos de deterioração parecem ter sido ineficazes nos casos de algumas das crises históricas. Estes episódios históricos são evidências que corroboram o fato da economia nem sempre estar em conformidade com os preceitos clássicos de Smith e Walras que sugeriram que a economia pode ser mais bem compreendida como um sistema que está constantemente buscando e sustentando o equilíbrio.

A descrição clássica de uma deflação de débitos foi oferecida por Irving Fisher (1933) e de processos desequilibradores auto-sustentáveis por Charles Kindleberger (1978). Martin Wolfson (1986) não só apresenta uma compilação de dados sobre o surgimento das relações financeiras que levam à instabilidade financeira, como também analisa várias teorias sobre as crises financeiras dos ciclos econômicos.

Como teoria econômica, a hipótese de instabilidade financeira é uma interpretação do conteúdo da "Teoria Geral" de Keynes. Essa interpretação posiciona

¹ Os editores da OIKOS agradecem ao Levy Economics Institute do Bard College e seu diretor Dimitri Papadimitriou por autorizarem a publicação do presente artigo traduzido. O original em inglês deste (Working Paper No. 74, Maio de 1992; Handbook of Radical Political Economy, editado por Philip Arestis e Malcon Sawyer, Edward Elgar: Aldershot, 1993) e artigos de Hyman P. Minsky e outros pensadores podem ser consultados no sítio virtual do Instituto (www.levy.org).

a Teoria Geral no tempo histórico. Uma vez que a Teoria Geral foi escrita no início dos anos 1930, a grande contração financeira e real dos Estados Unidos e nas outras economias capitalistas da época foi parte das evidências que a teoria buscava explicar. A hipótese de instabilidade financeira também se inspira na visão creditícia do dinheiro e das finanças de Joseph Schumpeter (1934, cap.3). Trabalhos seminais sobre a hipótese da instabilidade são, obviamente, Hyman P. Minsky (1975, 1986).

O argumento teórico da hipótese da instabilidade financeira começa pela caracterização da economia como uma economia capitalista com ativos de capital caros e um complexo e sofisticado sistema financeiro. O problema econômico é identificado de acordo com Keynes como o "desenvolvimento do capital da economia", ao invés da atribuição Knightiana que o identifica como a "alocação dos recursos dados entre os empregos alternativos." O foco é a economia de acumulação capitalista que se move ao longo do tempo calendário real.

O desenvolvimento do capital de uma economia capitalista é acompanhado por trocas de dinheiro presente por dinheiro futuro. O dinheiro presente paga por recursos que vão para a produção de bens de investimento, enquanto o dinheiro futuro é o "lucro", a ser recebido pelas empresas detentoras dos ativos de capital (conforme os bens de capital são utilizados na produção). Como resultado do processo pelo qual o investimento é financiado, o controle sobre os itens que compõem o estoque de capital pelas unidades produtivas é financiado pela emissão de obrigações financeiras – estas são compromissos de pagar dinheiro em datas especificadas ou conforme as condições estipuladas. Para cada unidade econômica, o passivo em seu balanço determina uma série temporal de pagamentos previamente acordados, embora os ativos financiados gerem uma série temporal de recebíveis apenas conjecturados.

Esta estrutura foi bem descrita por Keynes (1972, p.151):

Há uma multiplicidade de ativos reais no mundo que constituem a nossa riqueza capital – edifícios, os estoques de mercadorias, bens em curso de fabricação e em transporte, e assim por diante. Os proprietários nominais destes ativos, no entanto, não raro tomam *dinheiro* (ênfase de Keynes) emprestado a fim de tornarem-se possuidores deles. Numa correspondente medida os verdadeiros proprietários da riqueza têm direitos, não sobre os ativos reais, mas sobre dinheiro. Uma parte considerável desse financiamento ocorre através do sistema bancário, que interpõe

sua garantia entre seus depositantes que lhe emprestam dinheiro, e os seus clientes tomadores de empréstimos que usam o dinheiro emprestado pelos bancos para financiar a compra de ativos reais. A interposição deste véu monetário entre o ativo real e o possuidor da riqueza é especialmente uma característica marcante do mundo moderno.

Este "véu de dinheiro" descrito por Keynes é diferente do "véu de dinheiro" da teoria quantitativa da moeda. O "véu de dinheiro" da Teoria Quantitativa estipula as trocas comerciais nos mercados como sendo de mercadorias por dinheiro e dinheiro por mercadorias: portanto, as trocas são realmente de mercadorias por mercadorias. O véu de Keynes implica que o dinheiro está ligado ao financiamento ao longo do tempo. Uma parte do financiamento da economia pode ser estruturada como compromissos de pagamento datados em que os bancos são os jogadores centrais. Os fluxos de dinheiro são primeiro dos depositantes aos bancos e dos bancos para as firmas: então, em um momento futuro, das empresas aos bancos e dos bancos aos seus depositantes. Inicialmente, as trocas ocorrem para o financiamento de investimentos e, subseqüentemente, as trocas cumprem os compromissos anteriores, estipulados no contrato de financiamento.

No mundo encoberto por um "véu de dinheiro" como o descrito por Keynes, o fluxo de dinheiro para as empresas é uma resposta às expectativas de lucros futuros, e o fluxo de dinheiro das empresas é financiado pelos lucros que são realizados. Conforme o modelo de Keynes, as trocas econômicas fundamentais ocorrem como resultado de negociações entre banqueiros e empresários genéricos. Os documentos "sobre a mesa" em tais negociações detalham os custos e as expectativas de lucro dos empresários: empresários interpretam os números e as expectativas como entusiastas, banqueiros como céticos.

Assim, em uma economia capitalista o passado, o presente e o futuro estão ligados não só pelas características dos bens de capital e da força de trabalho, mas também por relações financeiras. As relações financeiras mais importantes são as que conectam a criação e a propriedade dos bens de capital com a estrutura das relações financeiras e mudanças nesta estrutura. Complexidade institucional pode resultar em várias camadas de intermediação entre os verdadeiros proprietários da riqueza e as unidades que controlam e operam a riqueza das comunidades.

As expectativas de lucros dos negócios determinam tanto o fluxo de financiamento para as empresas como o preço de mercado dos contratos de financiamento existentes. A realização dos lucros determina se os compromissos assumidos em

contratos financeiros serão cumpridos – se os ativos financeiros terão o desempenho pro forma definido durante as negociações.

No mundo moderno, a análise das relações financeiras e suas implicações para o comportamento do sistema não pode ser restrita à estrutura de obrigações financeiras das empresas e os fluxos financeiros que elas implicam. Famílias (pela sua capacidade de contrair empréstimos em cartões de crédito para a compra de bens de consumo de alto valor, como automóveis e imóveis, e de adquirir ativos financeiros), governos (com suas elevadas dívidas flutuantes e custeadas), e unidades internacionais (como resultado da internacionalização do sistema financeiro) têm estruturas de obrigações financeiras que o desempenho atual da economia valida ou invalida.

Uma complexidade crescente da estrutura financeira, combinada à participação maior dos governos como agentes refinanciadores para as instituições financeiras e para empresas de negócios normais (características marcantes do mundo moderno), pode fazer com que o sistema se comporte de maneira diferente das eras anteriores. Em particular, a maior participação dos governos nacionais para assegurar que o sistema financeiro não se degenere como no período de 1929-1933 reduziu sensivelmente a vulnerabilidade dos fluxos de lucro agregado evitando períodos eventuais de insuficiência. No entanto, as mesmas intervenções podem gerar um viés inflacionário para a economia.

Apesar da maior complexidade das relações financeiras, o fator determinante do comportamento do sistema continua a ser o nível dos lucros. A hipótese da instabilidade financeira incorpora a visão de Kalecki (1965)-Levy (1983) dos lucros, em que a estrutura da demanda agregada determina os lucros. No modelo mais simples, assumindo-se um comportamento de consumo bastante simplificado pelos receptores dos lucros e salários, em cada período o lucro agregado é igual ao investimento agregado. Em uma estrutura mais complexa (embora ainda extremamente abstrata), o lucro agregado se iguala ao investimento agregado mais o déficit orçamentário do governo. Expectativas de lucros dependem do nível de investimento no futuro, e os lucros realizados são determinados pelo investimento corrente: assim, a validação ou não de obrigações financeiras depende do nível de investimento. Investimento corrente ocorre porque os empresários e seus banqueiros esperam que investimentos sejam realizados também no futuro.

A hipótese da instabilidade financeira, portanto, é uma teoria do impacto da dívida sobre o comportamento do sistema e também incorpora a maneira pela qual a dívida é validada. Em contraste com a Teoria Quantitativa da moeda orto-

doxa, a hipótese da instabilidade financeira leva a sério o fato de ser a atividade bancária uma atividade com fins lucrativos. Bancos buscam o lucro pelo financiamento de negócios e banqueiros. Como todos os empreendedores em uma economia capitalista, os banqueiros estão cientes de que a inovação gera lucros. Assim, os banqueiros (usando o termo genérico para todos os intermediários no sistema financeiro), sejam eles intermediários ou não, são mercadores de dívida que se esforçam para inovar nos ativos que adquirem e nas dívidas que comercializam. Esta característica inovadora do sector bancário e financeiro invalida o pressuposto fundamental da Teoria Quantitativa da moeda ortodoxa que descreve a existência de um item "moeda" imutável com velocidade de circulação suficientemente perto de constante: portanto, alterações na oferta desse dinheiro têm uma relação proporcional linear com um nível de preços bem definidos.

Podem ser identificadas três relações distintas de renda-débito para as unidades econômicas: finanças hedge, especulativas e Ponzi.

Unidades financeiras Hedge são aquelas que podem cumprir todas as suas obrigações contratuais de pagamento com seus fluxos de caixa: quanto maior o peso do financiamento com capital próprio na estrutura do passivo, maior a probabilidade de que a unidade seja uma unidade hedge. Unidades de finanças especulativas são unidades que conseguem cumprir seus compromissos de pagamento na "conta de rendimentos" sobre suas obrigações, mas não conseguem pagar o principal da dívida com seus fluxos de renda. Tais unidades precisam "rolar" suas dívidas (por exemplo, emitir dívida nova para cumprir os compromissos de dívidas vincendas). Governos com dívidas flutuantes, empresas com emissões flutuantes de papéis comerciais, e os bancos são tipicamente unidades hedge.

Para as unidades Ponzi, os fluxos de caixa advindos de suas operações não são suficientes para cumprir nem os compromissos de reembolso do principal nem o pagamento dos juros devidos referentes à dívida contraída. Essas unidades podem vender seus ativos ou pedir emprestado. Pegar empréstimo para pagar juros ou venda de ativos para pagar juros e mesmo para pagar os dividendos sobre ações ordinárias reduz o patrimônio de uma unidade, aumentando o passivo e o comprometimento prévio de rendimentos futuros. Uma unidade com finanças Ponzi reduz a margem de segurança que oferece aos titulares de suas dívidas.

Pode ser demonstrado que se o financiamento hedge predomina então a economia pode muito bem ser um sistema que tende e mantém o equilíbrio. Em contraste, quanto maior o peso das finanças especulativas e Ponzi, maior a probabilidade da economia ser um sistema amplificador de desvios. O primeiro

teorema da hipótese da instabilidade financeira é que a economia tem regimes de financiamento que a tornam estável, e os regimes de financiamento que a tornam instável. O segundo teorema da hipótese de instabilidade financeira é que, ao longo de períodos de prosperidade prolongada, a economia transita das relações financeiras que contribuem para um sistema estável para relações financeiras que contribuem para um sistema instável.

Em particular, durante um período prolongado de tempos favoráveis, as economias capitalistas tendem a se mover de uma estrutura financeira dominada por unidades hedge para uma estrutura dominada pelas unidades envolvidas em finanças especulativas e Ponzi. Além disso, se uma economia com um número considerável de unidades especulativas estiver sofrendo com inflação, e as autoridades tentarem exorcizar a inflação através de restrição monetária, unidades especulativas se tornarão unidades Ponzi e o patrimônio líquido das unidades anteriormente Ponzi irá evaporar rapidamente. Por conseguinte, unidades com deficiências de fluxo de caixa serão forçadas a vender ativos para manter suas posições. Isto possivelmente conduzirá a um colapso dos valores dos ativos.

A hipótese de instabilidade financeira é um modelo de uma economia capitalista que não depende de choques exógenos para gerar ciclos de negócios de gravidade variada. A hipótese afirma que os ciclos econômicos da história são compostos pela (i) dinâmica interna das economias capitalistas, e pelo (ii) sistema de intervenções e regulamentações que são projetados para manter o funcionamento da economia dentro de limites razoáveis.

Referências bibliográficas

- Fisher, Irving. 1933. "The Debt Deflation Theory of Great Depressions." *Econometrica* 1: 337-57
- Kalecki, Michal 1965. *Theory of Economic Dynamics*. London: Allen and Unwin.
- Keynes, John Maynard, 1936. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. New York: Harcourt Brace.
- Keynes, John Maynard. 1972. *Essays in Persuasion, The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume IX*. MacMillan, St. Martins Press, for the Royal Economic Society, London and Basingstoke, p 151.
- Kindleberger, Charles 1978. *Manias, Panics and Crashes*. New York, Basic Books.
- Levy S. Jay and David A. 1983. *Profits And The Future of American Society*. New York, Harper and Row.

Minsky, Hyman P. 1975. *John Maynard Keynes*. Columbia University Press.

Minsky, Hyman P. 1986. *Stabilizing An Unstable Economy*. Yale University Press.

Schumpeter, Joseph A. 1934. *Theory of Economic Development*. Cambridge, Mass. Harvard University Press.

Wolfson, Martin H. 1986. *Financial Crises*. Armonk New York, M.E. Sharpe Inc.