

CLÁUDIO GONTIJO

A TEORIA DAS CRISES FINANCEIRAS: UMA APRECIÇÃO CRÍTICA

Recebido em 03/07/2020

Aprovado em 08/02/2021

A TEORIA DAS CRISES FINANCEIRAS: UMA APRECIÇÃO CRÍTICA

Resumo

Este artigo procura analisar as crises financeiras do ponto de vista teórico, realizando uma apreciação crítica, ainda que sumária, das suas principais explicações. Assim, examina (i) as teorias monetárias, fundamentadas nas discrepâncias entre oferta e demanda por moeda; (ii) o enfoque novo keynesiano, baseado na assimetria de informações; (iii) a abordagem keynesiana, fundada na ideia de que as crises resultam de flutuações da eficácia marginal do capital provocadas por mudanças nas expectativas; (iv) a hipótese da fragilidade financeira de Minsky; (v) a teoria marxista, assentada na ideia de que as crises são fenômenos complexos que resultam da conjugação entre o impulso à acumulação de capital, a tendência decrescente da taxa de lucro, a expansão creditícia e a especulação financeira. Conclui em favor da explicação marxista, que se baseia na concepção do crédito como “contradição sem termo médio”: a expansão creditícia não apenas permite o distanciamento da produção do consumo, mas também produz o “descolamento” da valorização do capital financeiro, que gera a crescente fragilidade financeira que desemboca nas crises.

CLÁUDIO GONTIJO

Professor aposentado da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG) e professor da Universidade Federal de São João Del-Rei (UFSJ).

E-mail: gontijo@ufsj.edu.br

Palavras-chave: crise financeira; fragilidade financeira; teoria marxista das crises.

Abstract

This article examines critically the main theories of financial crises. It analyses (i) the monetary theories, according to which financial crises emerge from discrepancies between supply and demand for money; (ii) the dominant approach, based on information asymmetries; (iii) the Keynesian theory, founded on the notion that crises emerges from the fluctuations of the marginal efficiency of capital caused by changes in expectations; (iv) Minsky's financial fragility hypothesis; (v) the Marxian theory, based on the idea that crises are complex phenomena that result from the combination of the capitalist impulse to capital accumulation, the tendency of the rate of profit to fall, credit expansion and financial speculation. It concludes in favor of the Marxian explanation, which is based on the concept of credit as a "contradiction without mediation": credit expansion not only allows for a crescent gap between production and consumption but also causes the valorization of capital to take off, which generates a crescent financial fragility system that eventually results in a crisis.

Keywords: financial crises; financial fragility; Marxian crisis theory.

I. Introdução

Apesar de algumas ocorrências durante o século XVIII, as crises financeiras tornaram-se fenômenos mundiais recorrentes entre 1825 e a Segunda Guerra Mundial, sendo objeto de estudo por Stuart Mill, Marx, Marshall, Wicksell, Veblen, Mitchell, von Mises e Hawtrey, entre outros. Apesar do interesse sobre o assunto ter fenecido no imediato pós-Guerra, dado o virtual desaparecimento do fenômeno, o *creditcrunch* de 1966 e a subsequente proliferação das crises financeiras, no bojo do processo de liberalização dos mercados e da globalização financeira, ressuscitaram-no, particularmente depois da eclosão da crise do *subprime*.¹

Em geral, a literatura econômica reconhece que, seguindo o padrão dos pânico bancários, que “tendem a ocorrer logo após os picos do ciclo de negócios” (GORTON, 1988, p. 223), as crises financeiras estão “associadas com os ápices dos ciclos econômicos”, conduzindo a economia à recessão (KINDLEBERGER, 1989, p. 19). Todavia, não se deve confundir a crise financeira com a mera reversão do ciclo econômico, até porque, conforme reconhece Kindleberger (*ibidem*, p. 21), nem todas as fases de expansão têm sido seguidas por crises. De igual sorte, não se deve confundir a teoria das crises com a teoria dos ciclos, em particular com os diversos modelos do tipo acelerador/multiplicador, nos quais a reversão de uma fase para outra se dá de forma suave, sem ondas de insolvência. Efetivamente, uma das falhas dos modelos matemáticos do ciclo – mesmo os não lineares, como os modelos de predador-presa de Kaldor e de Goodwin – consiste em deixar sem explicação como se acumulam os desequilíbrios, particularmente os de ordem financeira, que eclodem nas crises.

Este artigo procura examinar a teoria das crises financeiras, concebidas como irrupções abruptas de ondas de inadimplência e/ou insolvência em mercados financeiros, realizando uma apreciação crítica, embora sucinta, das abordagens mais populares. Pelas razões apresentadas acima, não

¹ De 1970 até inícios de 2009 ocorreram 124 crises bancárias sistêmicas, 208 crises cambiais e 63 episódios de não-pagamento de dívida soberana (PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA, 2009, p. 2)

examina os modelos matemáticos de ciclo econômico; antes, concebe-os como processos organicamente articulados às crises financeiras.

Nesse desiderato, divide-se em 7 seções, além desta Introdução. Na seção 2 analisa-se a tradição da crise como fenômeno monetário, ou seja, como efeito de desequilíbrios entre oferta e demanda por moeda. Na seção seguinte, examina-se a crise como oriunda de choques externos que se propagam em razão de imperfeições do mercado. A seção 4 contempla a teoria keynesiana, assentada no efeito das flutuações das expectativas sobre o nível dos investimentos. Segue-se, na seção 5, o exame da hipótese da fragilidade financeira de Minsky e, nas duas seções seguintes, a análise do papel do crédito e do capital financeiro na explicação marxista. A seção 8 condensa as conclusões.

2. A crise como fenômeno monetário

Como toda explicação das crises financeiras carrega consigo os elementos matriciais do corpo teórico mais amplo do qual faz parte, a aparente capacidade de cada teoria em dar conta do fenômeno depende, em larga medida, da sua capacidade de mostrar como se acumulam desequilíbrios que desabrocham em ondas inesperadas de inadimplência/insolvência. Isso é particularmente difícil de se realizar a partir de abordagens que assumem que o sistema econômico esteja permanentemente em equilíbrio ou possua propriedades de convergência assintótica para o mesmo. Nesse caso, as crises somente podem surgir de choques externos e/ou de erros dos agentes econômicos, inclusive de fraudes e, mesmo assim, há de se assumir a presença de mecanismos que os transformem em desequilíbrios cumulativos.

No caso de Adam Smith, por exemplo, as teses da mão invisível (1776, livro IV, cap. II, pp. 378-380) e da gravitação dos preços de mercado em torno da sua posição de equilíbrio (1776, livro I, cap. VII, pp. 84-85), conjugadas à sua formulação daquilo que, mais tarde, ficaria conhecido como “lei de Say” (1776, livro IV, cap. I, p. 366), tornariam extremamente difícil

explicar as crises em geral, inclusive as financeiras. Não obstante, Smith (1776, livro II, cap. II, p. 265) faz referências ao *overtrade*,² causado pela especulação de empresários que, desconhecendo as reais condições do mercado, produziram mais do que a capacidade de absorção do mesmo, assim como às dificuldades e falências de bancos comerciais provocadas quer por fraudes de empresários quer por práticas bancárias indevidas, como o financiamento do capital fixo ou inversões em terras (*ibidem*, pp. 265-268). Seja como for, para Smith (1776, livro IV, cap. I, p. 366), “embora um comerciante individual, que tem estoque abundante de mercadorias, às vezes possa ir à ruína por não conseguir vendê-las em tempo, uma nação ou país não está sujeito ao mesmo perigo”, de modo que as crises gerais, em última instância, somente se explicariam por erros por parte dos banqueiros, sendo, assim, evitáveis.

A relação de dependência entre as crises e o crédito, identificada por Smith, tem sido um traço marcante das explicações subsequentes das crises financeiras, inclusive nas baseadas em teorias que aceitam que o sistema econômico possua mecanismos que garantam a convergência para o equilíbrio. Para Harberler (1943, p. 14), “[o] dinheiro e o crédito ocupam uma posição tão central no nosso sistema econômico que é quase certo que desempenhem um papel importante na geração do ciclo de negócios”. Essa perspectiva baseia-se na equação quantitativa, incorporada, desde cedo, ao paradigma neoclássico, que requer que a elevação do nível de preços verificada nas fases de expansão econômica e a sua queda nas fases de contração sejam causadas, de alguma forma, respectivamente, pelo aumento e pela contração do meio circulante, ou, mais particularmente, do crédito.

Para Irving Fisher, por exemplo, as recessões e as expansões econômicas são “um fenômeno monetário” (ALLEN, 1977, p. 563): “o volume da ‘quantidade do meio circulante’ é um importante fator nos *booms* e depressões – ambos como causa e efeito” (*ibidem*, p. 565). Afinal, “[a] deflação inevitável e inexoravelmente causa depressão em todos os lugares e tempos” e “toda nação

² Significa “o uso de crédito bancário para financiar estoques de mercadorias e produtos acabados acumulados por comerciantes na expectativa de preços mais altos” (TOPOROWSKI, 2005, pp. 16-17).

que tem recuperado [sua economia] o tem feito através de meios monetários” (FISHER, 1935, *apud* ALLEN, 1977, p. 563). Em particular, a Grande Depressão teria sido causada pelo fato de se ter permitido que a oferta de moeda caísse um terço desde seu nível de 1929, de modo que, para superá-la, dever-se-ia promover a “reflação monetária” (ALLEN, 1977, pp. 563-564). Ainda, pois, que “os *booms* e as repressões sejam, em certa medida, inevitáveis”, “[s]e o controle monetário fosse exercido de forma ideal, os *booms* e as recessões seriam muito menores do que são efetivamente” (*ibidem*, p. 565).

Na mesma linha, Milton Friedman (1958, p. 179) sustenta que, embora as mudanças do estoque de moeda sejam “tanto uma consequência como uma causa independente de variações na renda e nos preços”, ainda assim “existe ampla evidência [...] que mesmo durante os ciclos de negócios o estoque de moeda desempenha um papel largamente independente”, de modo que, em última instância, são as mudanças da oferta de moeda que governam as flutuações da renda. Tanto assim que, na interpretação de Milton Friedman e Anna Schwartz (1963), devido à inatividade do *Federal Reserve (Fed)*, “uma depressão ‘normal’ e de curta duração foi convertida numa grande onda contracionista em termos de renda e preços pelo colapso do sistema bancário” (TEMIN, 1976, p. 10) em fins de 1930 e novamente em fins de 1931.

Apesar de se ter transformado num cânone para muitos bancos centrais, as teses friedmanianas referentes à exogeneidade da oferta de moeda e à origem monetária das flutuações da renda e do nível de preços têm sido contestadas amplamente. Para começar, as evidências de que as mudanças da oferta de moeda seriam o maior determinante das flutuações da renda nominal e dos preços foram contestadas por Culbertson (1960), para o qual a ordem da causalidade moeda → renda (e moeda → preços) também funcionaria na direção oposta, e por Karen e Solow (1963), que, além de concordarem com Culbertson, apontaram o caráter arbitrário da escolha de Friedman dos pontos de reversão dos ciclos, assim como a não replicabilidade dos seus resultados econométricos. Estimando um modelo de regressão para os EUA relativo ao período 1930-1958, Hester (1964a e 1964b) pôde

constatar que a “teoria do gasto autônomo” keynesiana tem um desempenho melhor do que a “teoria quantitativa”, conclusão referendada por Ando e Modigliani (1965a e 1965b), que também apontaram o caráter parcialmente endógeno da oferta de moeda. Mais decisivo, contudo, foram os estudos de Sims (1980a e 1980b) relativos aos EUA, que mostraram que, quando a taxa de juros é incluída num modelo de causalidade de Granger, ela “determina” tanto a renda quanto a quantidade de moeda. Outras contribuições importantes refutando a proposição monetarista em relação à ordem da causalidade vieram com Eichenbaum e Singleton (1986), usando dados para os EUA, e com Litterman e Weiss (1985), usando dados para EUA, Inglaterra, França e Alemanha. Também os estudos de Friedman e Kuttner (1992); Leeper, Sims e Zha (1996); Estrella e Mishin (2006) confirmaram que, em geral, em vez da oferta de moeda, que possui forte componente endógeno, é a taxa de juros que constituía principal variável causadora das flutuações no nível de preços.³

Tampouco a tese de Friedman e Schwartz de que a Grande Depressão teria sido causada por fatores monetários, particularmente pelas crises bancárias, ficou sem contestação adequada, até porque, conforme salienta Temin (1976, p. 16), os seus autores a pressupõem, em lugar de demonstrá-la ou mesmo testá-la. Para começar, Friedman e Schwartz assumem que o estoque de moeda no período tenha sido determinado pelo *Fed* sem considerar o papel da queda da renda e da taxa de juros entre agosto de 1929 e outubro de 1930. Além disso, explicam os pânicos bancários de fins de 1930 e de 1931 como resultado das dificuldades dos bancos, que sofreram com a crise agrícola de fins da década de 1920 sem contar com o apoio do *Fed*, o que fez com que a crise bancária desembocasse em crise sistêmica por efeito de contágio. Ocorre, porém, que a evidência empírica disponível não dá qualquer suporte a nenhuma dessas asserções (*ibidem*, pp. 86-93); de mais a mais, ainda conforme demonstrou Temin (*ibidem*, pp. 57-58), tem sido impossível

³ O questionamento dos resultados antimonetaristas de Sims por King (1983), Eichenbaum e Singleton (1986), Runkle (1987), Spencer (1989) e Todd (1990) não excluíram o papel determinante da taxa de juros no processo cíclico, restando ao estoque de moeda um papel claramente secundário.

rejeitar, econometricamente falando, a hipótese de que as falências dos bancos durante as crises de 1930 e 1931 não chegaram a afetar o comportamento do estoque de moeda. Aliás, os próprios Friedman e Schwartz (1963, p. 303) reconhecem que a crise bancária de 1930 não deixou “nenhuma marca clara nos indicadores econômicos amplos”. Mais do que isso, a queda das taxas de juros de curto prazo, num contexto de estabilidade dos retornos dos títulos corporativos de baixo risco e dos títulos públicos de longo prazo, sugere fortemente a ausência de qualquer *credit crunch* mais grave do que o verificado nas recessões anteriores. Por essas e outras razões, Temin (1976, p. 126) conclui que a hipótese de que a Grande Depressão teria sido causada por fatores monetários “falhou no seu teste mais importante”, pois “não há razão para pensar que o aperto monetário em 1929-30 tenha sido mais severo do que em outras depressões do período entreguerras e não há evidência de que as falências de bancos em 1930 criaram esse aperto”.

Outro exemplo importante é a teoria monetária dos ciclos de Hawtrey, para o qual “[a] depressão é induzida pela queda dos gastos dos consumidores provocada pela redução do meio de circulação e é intensificada pelo declínio da velocidade de circulação da moeda. A fase de prosperidade do ciclo, por outro lado, é dominada pelo processo inflacionário” (HARBERLER, 1943, pp. 16-17). Os ciclos são, assim, uma consequência da instabilidade do sistema de crédito: reduzindo as taxas de juros e facilitando os empréstimos, os bancos induzem a expansão da atividade econômica, particularmente do comércio, que amplia suas encomendas à indústria, principalmente quando os preços se elevam. A expansão da produção resulta no aumento dos gastos dos consumidores, o que reforça o processo. “Cria-se um círculo vicioso, uma expansão cumulativa da atividade produtiva” (HAWTREY, 1932, p. 167), que é alimentada pela contínua expansão do crédito. Mas, “[a] medida que o processo cumulativo leva uma indústria após a outra ao limite da capacidade produtiva, os produtores começam a cobrar preços cada vez mais elevados” (*idem ibidem*). “Uma crescente demanda por moeda desnuda os bancos de suas reservas. Dentro de seus limites, o Banco Central abastece-os através de empréstimos, mas chega um momento quando não

pode ir além senão exaurindo as suas próprias reservas ou infringindo a lei que regula a oferta de papel-moeda” (*ibidem*, p. 171). Torna-se necessário, portanto, “não apenas parar a expansão, mas revertê-la” (*ibidem*, p. 169) com o corte do crédito e a elevação da taxa de juros. Nesse momento, as vendas forçadas com a finalidade de obter meios de pagamento das dívidas provocam a queda dos preços, causando a falência de muitos comerciantes, o que, por sua vez, ameaça a solvência dos bancos.

Conforme se verifica, a teoria de Hawtrey, além de ferir o postulado neoclássico da neutralidade da moeda, presume que as forças econômicas sejam essencialmente desestabilizadoras, comprometendo, pois, a “mão invisível”. Daí uma inadmissibilidade pela escola austríaca de Ludwig von Mises (1881-1973) e August von Hayek (1899-1992), segundo a qual,

[o] principal problema que uma teoria que pretenda explicar as depressões deve resolver é: *por que ocorre repentinamente um conjunto generalizado de erros por toda a economia?* Essa é a primeira pergunta a se fazer para qualquer teoria dos ciclos. A atividade econômica vai se desenvolvendo bem, com a maioria das empresas colhendo belos lucros. De repente, sem qualquer aviso, as condições mudam e o grosso das empresas passa a sofrer prejuízos; repentinamente elas descobrem que cometeram erros atroz de previsão. (ROTHBARD, 2000, p. 8)

Partindo também do princípio que “[o] ciclo de ‘expansão-contracção’ é gerado [...] pela expansão do crédito bancário aos negócios” (*ibidem*, p. 9), postulam, contudo, que “o sistema bancário regula a quantidade de moeda mudando a taxa de desconto [bancário] e conduzindo operações de open market” (HARBERLER, 1943, p. 33). O ciclo de negócios surgiria, então, das complexas relações existentes entre a taxa de desconto bancário – denominada taxa monetária ou **taxa de juros de mercado** (WICKSELL, 1935, pp. 190-208), que equilibraria o mercado monetário– e a **taxa natural de juros**, que, “governada pela produtividade marginal do capital” (OHLIN, 1936, p. viii), igualaria poupança e investimento.

Quando os bancos aumentam a oferta de moeda, expandindo o crédito, cai a taxa de juros de mercado, o que leva os empresários a investirem em “processos de produção mais longos” (de maior intensidade de capital), com a redução relativa dos investimentos nas indústrias de bens de consumo e o aumento relativo nas de bens de capital. Todavia, como as preferências temporais não mudaram, os consumidores mantêm a antiga proporção de consumo-poupança, de modo que a estrutura da demanda se mantém inalterada. A duração do *boom* depende, assim, da disposição dos bancos de sustentar a expansão creditícia, mantendo os tomadores de empréstimo um passo à frente da demanda dos consumidores. Mais cedo ou mais tarde, contudo,

[a]s indústrias de bens de capital irão descobrir que todo o seu investimento foi um erro: aquilo que se imaginou que seria lucrativo não o era realmente, pois não havia uma verdadeira demanda por parte de seus clientes – no caso da indústria de bens de capital, outros empresários. Os investimentos nas ordens maiores de produção se revelam meros desperdícios, e esses maus investimentos devem ser liquidados [...]. A “crise” chega quando os consumidores decidem restabelecer suas proporções desejadas. A “depressão”, na realidade, é o processo pelo qual a economia se ajusta aos desperdícios e erros do *boom*, e restabelece o serviço eficiente dos desejos do consumidor. (ROTHBARD, 2000, pp. 11-12)

Apesar de inteligente, o recurso a Wicksell para explicar a crise parece inadequado, até porque, conforme salienta Carvalho (1988, p. 748), “[o] processo cumulativo gerado por mudanças monetárias descritas por Wicksell destinava-se a explicar variações em preços, não as mudanças reais de produto e emprego que normalmente se associam aos ciclos”.⁴

Outro problema, que, aliás, é comum às demais teorias fundamentadas na oferta de moeda/crédito, reside em explicar a própria crise, uma vez que, se, em princípio, tanto a expansão quanto a contração do nível de atividade econômica podem ser explicadas, até certo ponto, por variações da oferta

⁴ Cf. Laidler (1972), Martone (1979) e Soromenho (1995).

de moeda/crédito e/ou da taxa de juros, o mesmo não ocorre com as flutuações dramáticas nos indicadores monetários e “reais” que caracterizam a eclosão das crises. De fato, essas teorias não mostram como os desequilíbrios que se revelam nas crises se desenvolvem durante a fase de expansão sem que as forças reequilibradoras existentes entrem em ação e que deles tomem consciência os agentes econômicos. Tampouco explicam porque há um colapso das expectativas, levando à súbita contração do crédito, que, nesse sentido, surge como variável dependente, não podendo, pois, ser aventada como fator determinante das crises.

3. *Sunspots*, informação assimétrica, problemas de agente, seleção adversa e *moral hazard*

Por admitir a natureza autorreguladora do capitalismo, as escolas neoclássicas têm de postular que as crises financeiras originam-se de “choques externos” ou de eventos aleatórios (*sunspots*). A explicação usual é que, conforme propõem Bernanke, Mishkin e Stiglitz, “informação assimétrica, problemas de agentes e *moral hazard*, considerados conjuntamente, podem ser responsáveis pelo colapso do sistema financeiro, uma *externalidade negativa*” (HEFFERNAN, 2003, p. 368). Enquanto “a teoria da ‘informação assimétrica’ sugere que os bancos não podem ter plena consciência dos propósitos para os quais seu crédito será aplicado e os verdadeiros retornos desses propósitos”, o risco moral (*moral hazard*) “refere-se ao comportamento descuidado que pode surgir porque os segurados sabem que podem obter compensação monetária em caso de perda” (TOPOROWSKI, 2005, pp. 20-21). Já o problema do *agente principal*

surge em razão da diferença de informação entre os administradores e os acionistas. Tendo os acionistas delegado a direção de uma empresa a administradores, necessitam monitorá-los para se assegurar que tomem decisões que maximizem o valor adicionado das ações em lugar de, por exemplo, maximizarem a receita das vendas de forma a incrementar o seu poder pessoal e sua remuneração. (HEFFERNAN, 2003, p. 368)

Outro problema associado à assimetria de informações é o de *seleção adversa* (STIGLITZ & WEISS, 1981; MISHKIN, 1992), consequência do fato de os investimentos de maiores riscos serem frequentemente aqueles capazes de permitir o pagamento de maiores taxas, de modo que o mercado termina por privilegiar os especuladores, com o consequente aumento do risco sistêmico.

Parece extremamente difícil conjugar informação assimétrica, o “problema do agente”, *moral hazard* e seleção adversa para produzir o colapso do sistema financeiro como externalidade (sic), não apenas porque os “problemas de agente não são privativos do setor bancário” (HEFFERNAN, 2003, p. 368), por inerentes à forma de organização corporativa. O motivo é que, em primeiro lugar, quem se envolve em atividades de elevado risco que eventualmente levam à bancarrota não são os depositantes, que, como corretamente aponta Heffernan, muitas vezes não sabem o risco que correm, sendo atraídos principalmente pela remuneração paga pela instituição financeira, mas os seus administradores e acionistas, que efetivamente arcam com o risco do empreendimento. Nesse sentido, a tese do *moral hazard* confunde o seguro oferecido à atividade bancária ou financeira em geral com o seguro ao investidor, que, de mais a mais, não existe na maioria dos casos. No resgate a bancos executados pelas autoridades monetárias, em geral costuma-se honrar integralmente os depósitos à vista de até determinado montante, mas não as aplicações em outros ativos, particularmente no caso dos maiores investidores. Tampouco se preserva o valor das ações do banco, cuja queda significa invariavelmente a demissão dos seus administradores, que podem inclusive ser processados. Em outras palavras, aqueles que possuem maiores informações – inclusive os que gerenciam a instituição financeira – geralmente são os maiores perdedores, por não estarem cobertos por qualquer esquema formal ou informal de seguro.

Em particular, a hipótese de informações assimétricas tem sido amplamente utilizada para explicar as corridas bancárias, visto que elas

significam que rumores (mal fundamentados ou não) de dificuldades financeiras de um banco resultarão na retirada de depósitos não-segurados

e na venda das ações do banco por parte de investidores. O *contágio* surge quando bancos saudáveis se tornam vítimas de corridas porque depositantes e investidores, na ausência de informação que permita distinguir entre bancos saudáveis e fracos, procuram refúgio na liquidez. (HEFFERNAN, 2003, p. 368)

Na realidade, corridas bancárias têm-se originado mesmo quando se reconhece o caráter solvente da instituição, visto que, para começar, o público supostamente pouco informado sabe que, mesmo um banco que, até o momento, não tenha sido afetado por uma onda de insolvência, provavelmente o será em futuro próximo, em razão das complexas e defasadas conexões que existem no mercado financeiro. De mais a mais, tem perfeita consciência de que corridas bancárias são suficientes para nocautear uma instituição “saudável”, o que, aliás, explica porque o mero anúncio da ajuda por parte de instituições financeiras de grande credibilidade pode, por si só, fazer refluir a corrida, salvando as instituições solventes.

Não é sem razão, pois, que tampouco parece sustentável a ideia de que, como admite Kindleberger (1989), a especulação (mania) e o pânico originem-se de um comportamento irracional do tipo “psicologia das multidões”. A dificuldade não reside apenas em explicar porque agentes supostamente racionais se comportam de modo oposto em determinadas circunstâncias, mas em ignorar a racionalidade mesma desses fenômenos, que nem de longe são manifestações de histeria coletiva. De fato, como se verá mais adiante, a especulação representa uma manifestação extremada da lógica mesma do capitalismo, vinculada à sua *raison d'être*. Quanto aos pânicos, estes resultam da compreensão de que as crises são períodos de dramática queda do valor dos haveres financeiros e que as instituições financeiras, além de possuírem limitada capacidade de converter esses ativos em dinheiro, frequentemente quebram como resultado do processo mesmo de conversão, quando não se tornam insolventes pelo aumento da inadimplência. Por via de consequência, quanto maior for a demora em realizar a conversão, maior é o risco de experimentar perdas expressivas. Não é de se estranhar, pois, que Gorton (1988, p. 222) conclua que “[o]s pânicos bancários durante a Era de Bancos

Nacionais dos EUA representaram respostas dos depositantes às cambiantes percepções de risco, baseadas no surgimento de novas informações, em lugar de eventos aleatórios”.

Parece ser ainda mais difícil explicar as crises financeiras a partir da hipótese neoclássica de que os agentes econômicos estão sempre em equilíbrio. Não se trata apenas da aparente incompatibilidade da teoria, que nega a realidade do desemprego involuntário (Cf. MODIGLIANI, 1977, p. 6; BUTER, 1980; LINDBECK & SNOWER 1988b, p. 29), com a evidência empírica, mas da dificuldade ou impossibilidade de sustentar que o pânico, com a quebra em cadeia de empresas e instituições financeiras e as demissões em massa, não represente uma ruptura com um padrão de equilíbrio.

4. Keynes e o papel das expectativas

A conexão entre expectativas e as crises foi ressaltada por Keynes, que também as reconhece como um momento do ciclo econômico (1936, p. 218). Segundo ele, apesar das “flutuações na propensão a consumir, no estado da preferência pela liquidez e na eficiência marginal do capital desempenha[re]m todas o seu papel”, “o ciclo econômico deve, de preferência, ser considerado como uma variação cíclica na eficácia marginal do capital” (*ibidem*, p. 217). Igualmente, se a elevação da taxa de juros “pode, certamente, representar um papel no agravamento da crise e talvez, ocasionalmente, no seu desencadeamento”, porém, “a explicação mais normal, e por vezes a essencial, da crise” está no “repentino colapso da eficiência marginal do capital” (*ibidem*, p. 218).

Este colapso explica-se pela frustração das “expectativas otimistas relativas ao rendimento futuro dos bens de capital suficientemente fortes para compensar a abundância crescente desses bens, a alta de seus custos de produção e, provavelmente, também a alta da taxa de juros” (*idem ibidem*). Quando “a decepção advém”, as cotações caem “em movimento súbito e mesmo catastrófico. Além disso, o pessimismo e a incerteza a respeito do futuro

que acompanham um colapso da eficiência marginal do capital suscitam, naturalmente, um forte aumento da preferência pela liquidez e, consequentemente, uma elevação da taxa de juros” (*ibidem*, pp. 218-219), o que pode agravar a crise. Finalmente, “uma queda substancial da eficiência marginal do capital tende, também, a afetar negativamente a propensão a consumir” (*ibidem*, p. 220), o que representa um fator adicional de aprofundamento do processo recessivo.

O colapso da eficiência marginal do capital deve-se ao fato de que, no auge da expansão, “os investimentos que terão um rendimento efetivo de, digamos, 2% em condições de pleno emprego se realizam na esperança de, digamos, 6% e são avaliados nesta base” (*ibidem*, p. 222). Essa discrepância entre a taxa esperada de retorno e a taxa efetiva se deve, assim, ao fato de que os investidores e os especuladores não tomam em consideração o declínio da eficácia marginal do capital, que, por sua vez, ocorre “em parte, porque a renda prospectiva baixará conforme suba a oferta desse tipo de capital e, em parte, porque a pressão sobre as fábricas produtoras daquele tipo de capital causará, normalmente, uma elevação de seu preço de oferta” (*ibidem*, p. 101).

Apesar dos avanços em relação às teorias neoclássicas, a explicação keynesiana dos ciclos econômicos participa, com elas, da lei dos rendimentos decrescentes, que representa o fundamento último da relação inversa entre a eficácia marginal do capital e o montante dos investimentos realizados. Em compensação, acertadamente rejeita o postulado da racionalidade abstrata, uma vez que assume, conforme assinalado, que os investidores ignoram os efeitos deprimentes dos investimentos sobre a taxa efetiva de retorno. Isto é feito, contudo, borrando as diferenças entre os investidores financeiros (inclusive os especuladores) e os empresários, diferenças essas que, conforme se tornará claro mais adiante, são essenciais para explicar as crises financeiras. Finalmente, além de não elucidar porque a discrepância entre a taxa esperada de retorno e a taxa efetiva passa despercebida durante o *boom*, Keynes deixa em aberto, em grande medida, a dimensão financeira

da crise, exceto com relação à bolsa de valores, em que a queda das cotações invariavelmente arrasta consigo os investimentos em bens de capital.

5. Minsky e a tese da fragilidade financeira

A insuficiência da abordagem keynesiana, que aparentemente deixou de lado importantes aspectos financeiros, foi salientada por Minsky (1975, p. 12), segundo o qual “em nenhum lugar da *Teoria Geral* ou dos poucos artigos posteriores de Keynes explicando sua nova teoria, o *boom* e a crise são adequadamente definidos e explicados. Os desenvolvimentos financeiros durante o *boom* que tornam a crise provável, senão inevitável, estão sugeridos, mas não examinados completamente”.

De forma a completar o quadro keynesiano, preenchendo essa lacuna, Minsky (*ibidem*, p. 64) constrói “um modelo de geração endógena de *booms*, crises e deflações”, introduzindo as finanças e examinando explicitamente “o desenvolvimento dos fluxos de caixa (inseridos nos balanços das empresas) durante os vários estágios da economia” (*ibidem*, p. 129).

A análise minskyana baseia-se na “decisão especulativa fundamental de uma economia capitalista”, que “diz respeito a quanto, do fluxo de caixa antecipado das operações normais, uma firma, família ou instituição financeira reserva para o pagamento dos juros e do principal de suas obrigações”, assumidas para financiar posições em ativos (*ibidem*, pp. 86-87). Trata-se de decisão especulativa porque o agente econômico “está apostando que as situações viventes em datas futuras serão tais que os compromissos financeiros poderão ser cumpridos: está estimando que a sorte no futuro incerto será favorável” (*ibidem*, p. 87).

No período de estagnação que se segue à crise, recompõem-se as finanças empresariais e tem início a recuperação, que

se inicia com fortes memórias das penalidades resultantes das posições expostas durante o período de deflação e das estruturas passivas que foram limpas de dívidas. Contudo, o sucesso alimenta a ousadia e, com o tempo,

a memória dos desastres passados é erodida. A estabilidade – mesmo da expansão – é desestabilizadora e formas mais aventureiras de financiamento dos investimentos dão resultados positivos e outros seguem os aventureiros. Então, a expansão realimentará, de forma acelerada, o ritmo da economia, que desembocará no boom. (*ibidem*, p. 126)

Com a expansão econômica, cai a demanda especulativa por moeda e “os portfólios tornam-se mais carregados com posições financiadas por emissão de dívida. Os proprietários dos ativos de capital comprometem maiores porções dos seus fluxos de caixa esperados [...] com o pagamento dos compromissos financeiros” (*ibidem*, p. 124). Mas, “[à] medida que o *boom* se desenvolve, as famílias, empresas e instituições financeiras são forçadas a empreender atividades de ‘assumir posições’ ainda mais aventureiras” (*idem ibidem*) e “o crescente financiamento de posições de longo prazo através de financiamentos de curto prazo torna-se um modo normal de vida” (*ibidem*, p. 213).

Dessa forma, “o peso do endividamento de curto prazo na estrutura de financiamento dos negócios aumenta, caindo o das disponibilidades de caixa nos portfólios. Há, então, uma mudança da proporção das unidades com diferentes estruturas financeiras – e a participação das finanças especulativas e Ponzi aumenta” (MINSKY, 1980, p. 221).

Em oposição às finanças *hedge*, em que as unidades econômicas e seus banqueiros “esperam que o fluxo de caixa operacional de seus ativos de capital (ou decorrentes de seus contratos financeiros) seja mais do que suficiente para cobrir as obrigações financeiras atuais e futuras” (MINSKY, 1986, pp. 206-207), as unidades que se engajam em finanças especulativas e seus banqueiros⁵

esperam que os fluxos de caixa oriundos de seus ativos operacionais (ou decorrentes de seus contratos financeiros) sejam menores do que os compromissos financeiros em algum período, tipicamente próximo ao

⁵ Para uma descrição do significado das finanças *hedge*, especulativas e Ponzi, cf. Mollo (1986), Costa (1992, pp. 78-86) e Wolfson (1994, pp. 16-20).

período final das inversões correspondentes. Contudo, [...] os resultados esperados dos fluxos de caixa superam os pagamentos com juros e outras formas de rendas em todos os períodos. As deficiências no fluxo de caixa emergem porque os compromissos financeiros decorrentes da amortização do principal ultrapassam os rendimentos das inversões durante esses períodos. (*ibidem*, p. 207)

Finalmente, as unidades envolvidas nas finanças Ponzi esperam que, durante determinado período, os fluxos de caixa sejam insuficientes para cobrir os compromissos financeiros. Diferentemente das finanças especulativas, todavia, “os compromissos financeiros em termos de rendimentos ultrapassam o fluxo de caixa dos rendimentos”, “de modo que o valor de face da dívida aumenta” (*ibidem*, p. 207).

Como resultado do aumento da proporção das finanças especulativas e Ponzi durante o *boom*, desenvolve-se uma crescente *fragilidade financeira*, fazendo com que “acontecimentos inesperados po[ssam] desencadear sérias dificuldades financeiras (MINSKY, 1975, pp. 11-12). “Quando a demanda especulativa por moeda aumenta, devido ao acréscimo do perigo resultante da estrutura dos passivos”, ou quando, por outro motivo, as taxas de juros elevam-se, “as empresas, famílias e instituições financeiras tentam vender ou reduzir os ativos de forma a pagar as dívidas. Isso resulta na queda dos preços dos ativos” (*ibidem*, pp. 124-125), inclusive das ações, desencadeando a queda abrupta dos investimentos e, com ela, a crise, seguida da deflação.

Mas da mesma forma que a expansão, também a deflação e a consequente estagnação trazem consigo os elementos de sua superação. De fato, “[a] medida que as repercussões da deflação diminuem, que o estoque de capital se reduz e que as posições financeiras são reconstruídas durante a fase de estagnação, têm início a recuperação e a expansão” (*ibidem*, p. 126), de modo que se inicia novo ciclo, durante o qual, uma vez mais, desenvolver-se-á novo cenário de fragilidade financeira, que desembocará em nova crise.

Conforme se pode depreender, parecem evidentes as contribuições de Minsky, quando sustenta que as famílias, empresas e instituições financeiras

abandonam a postura cautelosa assumida durante a estagnação, passando a assumir posições fortemente alavancadas. Todavia, Minsky falha ao não esclarecer porque as expectativas otimistas subjacentes não são confirmadas pelo mercado em expansão. Além disso, conforme confirma o estudo das crises financeiras, particularmente a dos créditos hipotecários *subprime*, o comportamento *hedge* não é suficiente para evitar a crise, em razão da desvalorização geral dos ativos financeiros privados. Representando importantes fontes de rendimentos e instrumentos de *hedge* durante os períodos “normais”, esses ativos veem os seus *yields* reduzidos drasticamente, assim como seu valor de mercado durante os períodos de crise, demonstrando claramente a natureza especulativa de toda posição financeira, inclusive a mais conservadora. Não fica claro, tampouco, como ocorre a transição das finanças especulativas para as finanças Ponzi, até porque, durante a fase de expansão, as expectativas otimistas respaldam amplamente as posições alavancadas, no sentido de que o fluxo de caixa esperado resultante das inversões de capital e financeiras costuma cobrir amplamente o serviço das dívidas assumidas, incluindo as amortizações. No fundo, portanto, persiste a questão de saber como e porque as expectativas otimistas são defraudadas, originando o seu colapso, causa final das crises, segundo Keynes.

Outro aspecto negligenciado tanto por Minsky quanto por Keynes reside no distanciamento progressivo da produção em relação ao consumo, o qual se revela na crescente acumulação de estoques que tem lugar durante o *boom*. A importância dessa acumulação tem sido reconhecida pela literatura, até porque, conforme reconhecem Blinder e Maccini (1991, pp. 73-74), “a queda dos investimentos em estoques responderam por 87 por cento da queda do PNB durante a recessão média do pós-guerra nos Estados Unidos”. É, aliás, através do seu intermédio que, em grande medida, o crédito assume um papel decisivo no processo cíclico, visto que, conforme demonstrado por estudos do *Board do Fed* por Kashyap, Stein e Wilcox (1993 e 1994), Kashyap, Lamont e Stein (1994) e Gertler e Gilchrist (1994), entre outros, os investimentos em estoques dependem, em larga medida, da disponibilidade do crédito bancário, particularmente no caso das pequenas empresas.

Ademais, a acumulação excessiva de estoques tem sido um importante componente do processo de reversão do ciclo: quando os empresários percebem que não estão vendendo o que esperavam, reduzem os preços e cortam a produção, o que causa a queda da renda e do emprego, o que, inclusive, pode afetar negativamente as expectativas de longo prazo. Em outras palavras, não há como, em se tratando da explicação da crise, evitar o exame do balanço entre oferta e demanda agregadas, o que passa necessariamente pela acumulação de estoques, que, da noite para o dia, pela frustração das expectativas de curto prazo, passa de desejada para indesejada.

Finalmente, embora Minsky faça referência a crises financeiras que não resultam em crises econômicas gerais, não deixa claro quais seriam os mecanismos que as tornam possíveis. O mesmo, na verdade, é válido para Keynes, que não possui uma teoria que dê conta de crises financeiras, mas, como visto, apenas de uma teoria da reversão do ciclo de negócios pela queda da eficácia marginal do capital.

6. Marx: crédito, contradição e crise

Ao considerar a abordagem de Marx das crises financeiras, cumpre observar, com Wolfson (1994, pp. 13-14), que, embora a mesma não tenha sido desenvolvida completamente, “é possível, não obstante, focar em certos aspectos de suas ideias centrais que contribuem para o nosso entendimento do assunto”. Mais precisamente, a teoria marxista das crises somente ganha inteligibilidade como momento da sua teoria do capitalismo, que se assenta na mercadoria, concebida como universal concreto, ou seja, como forma elementar que contém, de modo não desenvolvido, a totalidade da ordem capitalista de produção, concebida como sistema organicamente articulado.

E a análise da mercadoria revela tratar-se de síntese de valor de uso e valor de troca, ou melhor, de valor, concebido como cristalização de trabalho social abstrato, que se opõe ao trabalho concreto, ou seja, ao trabalho como mero produtor de valores de uso, que, contudo, é um suposto do trabalho

abstrato, pois somente é social o trabalho que atende a uma demanda social, de coisas socialmente úteis. Com a circulação de mercadorias, essa diferença entre valor de uso e valor desdobra-se na oposição entre mercadoria e dinheiro, com a transformação da própria circulação mercantil em meio de acumulação de dinheiro. Em outras palavras, o próprio desenvolvimento da circulação de mercadorias gera o dinheiro (ou seja, do valor tornado autônomo e oposto aos produtores privados) e, com ele, o processo de sua acumulação, cuja finalidade está em si mesmo e cujo termo, portanto, é indefinido (MARX, 1867, livro I, cap. IV, p. 171).

A distinção entre trabalho abstrato e concreto permite a Marx abandonar a Lei de Say e admitir a possibilidade de crises gerais. Segundo ele, a possibilidade formal das crises já está presente na produção simples (não capitalista) de mercadorias e emerge do fato de que, quando um produtor vende sua mercadoria, não necessita comprar outra. Como resultado, outro produtor pode se ver desprovido da possibilidade de vender seu produto, o que significa que também ele deixará de comprar. Assim, se surgirem determinadas condições nas quais muitos produtores desejem vender sem comprar, o sistema como um todo entrará em colapso, visto que somente poucos serão capazes de vender. Mercadorias permanecerão sem serem vendidas e o processo de reprodução estará em risco. Seguindo este raciocínio, Marx (*ibidem*, cap. III, pp. 126-127) critica a Lei de Say, asseverando que

uma vez que a primeira fase da [metamorfose] da mercadoria é, ao mesmo tempo, venda e compra, esse processo, embora parcial, é autônomo. Ninguém pode vender sem que alguém compre. Mas ninguém é obrigado a comprar imediatamente, apenas por ter vendido. A circulação rompe com as limitações de tempo, de lugar e individuais impostas pela troca de produtos, ao dissociar a identidade imediata que, nesta última, une a alienação do produto próprio e a aquisição do alheio, gerando a antítese entre venda e compra. [...] Se essa independência exterior dos dois atos – interiormente dependentes por serem complementares – prossegue se afirmando além de certo ponto, contra ela prevalece, brutalmente, a unidade por meio de uma crise.

A conversão dessa mera **possibilidade formal** (*ibidem*, p. 127) em **realidade necessária** está dada pelo papel do crédito, que, para Marx, representa uma contradição. As relações creditícias nascem da função do dinheiro como meio de pagamento, em oposição às suas funções como medida de valor e meio de circulação: o desdobramento do processo de circulação das mercadorias, sumariamente descrito como Mercadoria – Dinheiro – Mercadoria (M–D–M) em dois atos distintos, mas complementares – a venda (M–D) e a compra (D–M) –, implica a possibilidade formal de sua separação no espaço e no tempo. Quando uma venda não é seguida imediatamente por uma compra e o vendedor retém indefinidamente o dinheiro resultante da venda, o dinheiro funciona como meio de entesouramento (reserva do valor). Mas também pode suceder uma venda sem pagamento, isto é, a separação do ato da venda do ato de recebimento da soma de dinheiro correspondente: “[c]om o desenvolvimento da circulação das mercadorias vão aparecendo as condições em que a alienação da mercadoria se separa, por um intervalo de tempo, da realização de seu preço (*ibidem*, p. 149). O vendedor dá sua mercadoria e recebe em troca apenas uma promessa de pagamento. O devedor compra a mercadoria “antes de pagá-la. Um vende mercadorias existentes, outro compra como mero representante de dinheiro, ou de dinheiro futuro. O vendedor torna-se credor; o comprador, devedor” (*idem ibidem*). Quando expira o prazo estipulado na promessa de pagamento, o devedor paga o dinheiro e a dívida é liquidada. Nessa transação, “o dinheiro adquire nova função. Ele se torna meio de pagamento” (*ibidem*, p. 150).

Com o desenvolvimento das relações de crédito, emerge e se desenvolve um sistema de compensação de pagamentos. “Com a concentração dos pagamentos no mesmo lugar, desenvolvem-se organizações e métodos especiais para liquidá-los” (*ibidem*, p. 152). O comerciante A compra de B e, em lugar de pagar em dinheiro, aceita uma promessa de pagamento emitida por B (a nota de venda a prazo). O próprio B faz o mesmo, comprando de C e aceitando outra promessa de pagamento. C talvez também faça o mesmo e toda uma rede de relações de crédito se estabelece. Quando chega o momento

de se saldarem as dívidas, A paga a B, que pode usar o dinheiro assim recebido para pagar C, que paga D e assim por diante. Se existir uma câmara de compensação, todas as transações podem ser efetivadas utilizando-se apenas uma folha de papel, sendo necessário dinheiro apenas para pagar o saldo remanescente. “Bastará confrontar os créditos de A contra B, de B contra C, de C contra A e assim por diante, para até certo ponto se anularem reciprocamente como grandezas positivas e negativas. Assim, fica restando apenas um saldo a pagar” (*ibidem*, p. 152). Em suma, o crédito substitui o dinheiro como meio de pagamento na medida em que os pagamentos se compensam.

A natureza contraditória do crédito deve-se ao fato de que o dinheiro representa uma expressão da divisão social do trabalho: quando uma mercadoria é trocada pelo seu valor, existe uma identidade entre o trabalho concreto privado nela incorporado e a quantidade de trabalho requerido pela sociedade para ter essa mercadoria produzida e distribuída. Mas o mesmo não ocorre quando a mercadoria é vendida por um título de crédito – nesse caso há apenas uma relação privada que pode estar ou não respaldada pela divisão do trabalho, uma vez que, quando um produtor vende a crédito, ele antecipa que o comprador terá condições de honrar a correspondente promessa de pagamento. Contudo, essa capacidade está além do controle do devedor, pois depende, em última instância, das condições externas e incontrolláveis ditadas pela reprodução do sistema como um todo, e que se fazem sentir concretamente no mercado.

Para Marx (*ibidem*, pp. 152-153), essa contradição está nas raízes do mecanismo que gera as crises, visto que

[a] função do dinheiro como meio de pagamento envolve uma contradição direta. Enquanto os pagamentos se compensam, serve apenas idealmente de dinheiro de conta ou de medida dos valores. Quando têm de ser efetuados pagamentos reais, a função do dinheiro deixa de ser a de mero meio de circulação, de forma transitória e intermediária do intercâmbio das coisas materiais, para ser a de encarnar o trabalho social, a existência independente

do valor de troca, a mercadoria absoluta. Essa contradição manifesta-se na fase especial das crises industriais e comerciais, chamada crise de dinheiro. [...] Havendo perturbações gerais, deixa o dinheiro súbita e diretamente a forma ideal, de conta, para virar dinheiro em espécie. Não é mais substituível por mercadorias profanas. O valor de uso da mercadoria não interessa mais, e o valor dela desaparece diante da forma independente do valor.

Com a distinção entre trabalho concreto e abstrato e o conceito de crédito como uma contradição “sem termo médio”, Marx abandona a visão de Smith de que as crises se devem a erros de gerenciamento – e, portanto, à falta de regulamentação – do sistema bancário, assim como a Lei de Say, utilizada por Smith e Ricardo para argumentar que, num regime de notas bancárias conversíveis, excessos gerais de mercadorias são impossíveis. As crises são, então, concebidas como inerentes à natureza íntima da economia capitalista, sendo tanto a manifestação da sua contradição fundamental entre trabalho abstrato e concreto, quanto a forma de corrigi-las, ainda que temporariamente.

7. Capital financeiro e crise

A partir da concepção do crédito como “contradição sem termo médio”, Marx articula uma complexa teoria das crises financeiras, no centro da qual se encontram, além da compulsão à acumulação de capital e do crédito, a tendência à queda da taxa de lucro e o capital fictício, definido como todo título de crédito ou título que represente um direito de propriedade sobre rendimentos futuros, seja qual for a sua origem (MARX, 1893, livro III, cap. XXIX, pp. 533-546). Embora sejam precificados no mercado, os ativos financeiros representam riqueza imaginária, constituindo apenas direitos a dada riqueza, que, dependendo das circunstâncias, perdem suas condições para serem exercidos.

Para começar, está claro que, subjacente ao processo especulativo que conduz às crises, está o afã de acumular capital, gerado, como o demonstra Marx (1867, livro I, cap. III, p. 147), pela própria contradição do dinheiro,

que, como representante da riqueza em geral, possui uma dimensão infinita – a da riqueza universal –, e que, como soma limitada, possui dimensão finita, de modo que, capturado pela lógica do dinheiro, o capitalista tenta alcançar a riqueza universal, mas ao acumular determinada soma de dinheiro, termina abarcando apenas uma riqueza particular, o que o induz, portanto, a tentar de novo, gerando um processo indefinido, ou seja, cuja finalidade está em si mesmo.

A tendência da queda da taxa de lucro resulta, para Marx (1893, livro III, cap. XIII, pp. 241-266), da elevação da composição orgânica do capital, consequência da aceleração da acumulação de capital que ocorre durante a fase de prosperidade e que representa uma causa e também um efeito da mesma, num contexto de aumento menos do que proporcional da taxa de mais valia.⁶ O mercado, no entanto, não registra a correspondente mudança dos preços de produção, graças à expansão do crédito, que, como registram Gontijo e Oliveira (2009, p. 15), “viabiliza a crescente formação de estoques, consequência tanto da necessidade, por parte dos empresários, de se precaver contra a elevação de preços [que caracteriza a fase de expansão] e a falta de insumos no mercado, quanto da própria especulação com estoques dos produtos, induzida pela perspectiva de elevação dos seus preços”. Na verdade, na medida em que as vendas a crédito engordam os balanços das empresas, o que o mercado percebe é exatamente o contrário, ou seja, uma elevação da rentabilidade das empresas, pois “[a] aparência de consumo causada pela formação de estoques e pelos pagamentos efetuados com títulos de crédito” indica “que tudo vai bem e os negócios estão em expansão” (*idem ibidem*). Em outras palavras, a queda da taxa de lucro manifesta-se como um duplo processo: de um lado, na percepção errônea de que a rentabilidade está aumentando, quando, na realidade, está caindo; de outro, em uma crescente acumulação de estoques viabilizada pela expansão do crédito, que, assim, mascara o aumento da distância entre a produção e o

⁶ Não se discutirá aqui, também por falta de espaço, a questão da tendência à queda da taxa de lucro.

consumo e induz os empresários a acreditarem na continuidade e solidez do *boom*, a criar novas oportunidades de ganhos.

Mas, se o crédito, em razão do seu papel em viabilizar o distanciamento entre a produção e o consumo, é componente necessário de toda crise, nas crises financeiras propriamente ditas o capital fictício, ou **capital especulativo parasitário**, na interpretação de Carcanholo e Nakatani (1999), também desempenha papel central, visto que, em razão mesma da errônea percepção dos agentes econômicos de que a rentabilidade está se elevando e o consumo aumentando mais rapidamente do que a oferta, contribui para o “descolamento” da esfera financeira em relação à “esfera real”. Sendo determinado, segundo Hilferding (1910, cap. VII, pp. 111-118), pela capitalização dos rendimentos esperados no futuro, o valor dos títulos de renda sobe como resultado da redução da taxa de juros e do aumento dos ganhos esperados, o que ocorre durante os períodos de expansão econômica como resultado da própria recuperação das expectativas. Mas a consequente valorização dos ativos financeiros traz novos ganhos aos seus detentores, o que resulta em novo aumento da demanda por títulos, a rebater em nova valorização, criando, assim, uma espiral ascendente que guarda pouca, se alguma, vinculação com o que está efetivamente ocorrendo em termos “reais”.

O aumento efetivo dos rendimentos e a demanda crescente de bens e serviços, provocados pelo *boom*, refletem-se nas expectativas sobre os rendimentos futuros, tornando-as mais favoráveis, o que leva à valorização dos ativos financeiros. A elevação dos preços desses ativos, por sua vez, traz ganhos patrimoniais aos seus detentores, o que amplia a demanda pelos mesmos, trazendo novos ganhos patrimoniais, o que reforça o processo de valorização, rebatendo, por sua vez, no aumento do consumo via “efeito riqueza”. Gera-se, portanto, um frenesi vertiginoso, uma loucura exuberante, que, embora nada tenha de irracional, resulta num distanciamento crescente do valor dos ativos financeiros das reais condições econômicas, que lança verdadeiro véu sobre o que ocorre em termos da reprodução econômica.

Esse descolamento da valorização financeira em relação às condições da reprodução econômica é favorecido pela percepção viciada oriunda da forma mesma do ciclo do capital produtor de juros, em que o “dinheiro gera mais dinheiro, valor que se valoriza a si mesmo sem o processo intermediário que liga os dois extremos” (MARX, 1893, livro III, cap. XXIV, p. 450), dada pela produção e circulação de mercadorias. Cegados pela ideia de que o capital é “fonte misteriosa, autogeradora de juro, aumentando a si mesmo” (*ibidem*, p. 451), os especuladores perdem a capacidade de interpretar os sinais da “economia real”, como a elevação indefinida da razão preço/lucro (PL), a constituição de empresas de capital aberto com as finalidades mais extravagantes, a fusão de corporações tradicionais com empresas frágeis, etc.

Chega um momento, contudo, em que um evento qualquer – como, por exemplo, a falência do *Lehman Brothers* no dia 15 de setembro de 2008 – torna claro para os experts o castelo de cartas em que se assenta o processo especulativo, dando origem aos pânicos que assinalam o desabrochar da crise financeira, através da qual se principia o processo de ajuste da economia, inclusive de supressão do distanciamento entre produção e consumo, dos desequilíbrios intersetoriais e do descolamento da esfera financeira em relação aos seus “fundamentos”.

8. Considerações finais

Enfim, parece difícil explicar as crises financeiras, cuja geração endógena parece evidente, a partir de teorias que supõem que a economia de mercado esteja permanentemente em equilíbrio ou possua propriedades de convergência assintótica para o mesmo, de modo que as crises somente resultem de choques externos ou de erros dos agentes econômicos. Em particular, parece extremamente difícil conjugar informação assimétrica, o “problema do agente”, *moral hazard* e seleção adversa para produzir como externalidade em crises sistêmicas. Em razão da lógica das mesmas, tampouco parece racional explicá-las através da suposta irracionalidade da “psicologia das multidões”.

Por outro lado, embora pareça adequado sustentar que as crises se devem às flutuações bruscas no “estado da preferência pela liquidez” e na “eficiência marginal do capital”, Keynes não elucida as razões da discrepância entre a taxa esperada de retorno e a taxa efetiva, que passa despercebida durante o *boom*, além de deixar em aberto a questão das dimensões financeiras da crise. A tentativa de Minsky de suprimir as deficiências keynesianas, por sua vez, apesar de identificar o abandono, por parte dos agentes econômicos, da postura cautelosa assumida durante a estagnação, não mostra porque as expectativas otimistas subjacentes não são confirmadas pelo mercado em expansão, nem dá conta da insuficiência das posturas *hedge* em evitar as crises financeiras.

Suprindo essas lacunas, Marx mostra que, embora a possibilidade formal das crises já se encontrar na distinção entre trabalho privado (concreto) e social (abstrato) contido na mercadoria, a sua necessidade se deve ao crédito, que representa uma contradição “sem termo médio”, uma vez que, dissociando a venda das mercadorias do seu pagamento em dinheiro, entra em colapso quando as condições de mercado impossibilitam os compradores/devedores de honrarem suas dívidas.

A partir dessa concepção, Marx conjuga a compulsão à acumulação de capital, a tendência à queda da taxa de lucro e o capital fictício para mostrar como se gera um processo de crescente distanciamento da produção em relação ao consumo, em meio a um contexto especulativo que cega os agentes econômicos até que sejam surpreendidos por um evento que gera o pânico, desabrochando a crise financeira. Através da mesma, dá-se início ao processo de ajuste da economia, inclusive de supressão do distanciamento entre produção e consumo, dos desequilíbrios intersetoriais e do descolamento da esfera financeira em relação aos seus “fundamentos” reais.

Referências

- ALLEN, William R. "Irving Fisher, F.D.R., and the Great Depression", *History of Political Economy*, vol. 9, n. 4, pp. 560-587, Winter 1970.
- ANDO, A. & MODIGLIANI, Franco. "The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier", *American Economic Review*, vol. 55, n. 4, pp. 693-728, Sep. 1965a.
- _____. "Rejoinder", *American Economic Review*, vol. 55, n. 4, pp. 786-790, Sep. 1965b.
- CARVALHO, Fernando Cardim de. "Keynes a instabilidade do capitalismo e a teoria dos ciclos econômicos", *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol. 18, n. 3, pp. 741-764, dez. 1988.
- COSTA, Fernando N. da. *Ensaio de Economia Monetária*. São Paulo: Bienal/Educ, 1992.
- CULBERTSON, J. M. "Friedman on the Lag in Effect on Monetary Policy", *Journal of Political Economy*, vol. 68, pp. 617-621, 1960.
- EICHENBAUM, Martin & SINGLETON, Kenneth J. "Do equilibrium real business cycle theories explain postwar U.S. business cycles?". In: FISCHER, Stanley (ed.). *NBER Macroeconomics Annual 1986*. Cambridge: MIT Press, vol. 1, 1986, pp. 91-135.
- ESTRELLA, Arturo & MISHIN, Frederic S. "Is there a role for monetary aggregates in the conduct of monetary policy?", *Journal of Monetary Economics*, vol. 40, pp. 279-304, 1997.
- FRIEDMAN, Benjamin M. & KUTTNER, Kenneth N. "Money, income, prices, and interest rates", *American Economic Review*, vol. 82, n. 3, pp. 472-492, 1992.
- FRIEDMAN, Milton & SCHWARTZ, Anna. *A Monetary History of the United States 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press, 1963.
- GERTLER, M. & GILCHRIST, S. "The role of credit market imperfections in the monetary transmission mechanism: Arguments and evidence", *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 64, pp. 43-64, 1993.
- GONTIJO, Cláudio & OLIVEIRA, Fabrício Augusto de. *Subprime: os 100 dias que abalaram o capital financeiro mundial e os efeitos da crise sobre o Brasil*. Belo Horizonte: CORECOM-MG e ASSEMG, 2009.
- GORTON, Gary. "Banking panics and business cycles", *Oxford Economic Papers*, vol. 40, pp. 751-781, 1988.
- HARBERLER, Gottfried. *Prosperity and Depression*. New York: United Nations, 1946[1943].
- HAWTREY, Ralph George. *Currency and Credit*. London: Longmans, Green and Co., 1950[1919].
- _____. *The Art of Central Banking*. London: Longmans, 1932.
- HEFFERNAN, Shelagh. "The causes of bank failures". In: MULLINEUX, Andrew W. & MURINGE, Victor. *Handbook of International Banking*. Cheltenham, UK; Northampton, USA: Edward Elgar, 2003, pp. 366-485.
- HESTER, D. D. "Keynes and the quantity theory: A comment on the Friedman-Meiselman CMC paper", *Review of Economics and Statistics*, vol. 66, n.4, pp. 364-368, Nov. 1964a.
- _____. "Rejoinder", *Review of Economics and Statistics*, vol. 66, n. 4, pp. 376-377, Nov. 1964b.
- HILFERDING, Rudolf. *O capital financeiro*. Tradução de Reinaldo Mestrinel. São Paulo: Nova Cultural, 1985[1910].
- KASHYAP, Anil K.; LAMONT, O. A. & STEIN, Jeremy C. "Credit conditions and the cyclical behavior of inventories", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, n. 3, pp. 565-592, Aug. 1994.
- KASHYAP, Anil K; STEIN, Jeremy C & WILCOX, David W. "Monetary policy and credit conditions: Evidence from the composition of external finance", *American Economic Review*, vol. 83, n. 1, pp. 78-98, Mar. 1993.

- KEYNES, John Maynard. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. Tradução de Rolf Kuntz. São Paulo: Victor Civita, 1983[1936]. Coleção Os Economistas.
- KINDLEBERGER, C. P. *Manias, pânico e crashes*. Uma história das crises financeiras. Tradução de Vânia Conde e Viviane Castanho. Porto Alegre: Ortiz/Gazeta Mercantil, 1992[1989].
- KING, S. *Real Interest Rates and the Interaction of Money, Output, and Prices*. Evanston: Northwestern University, 1983. Mimeo.
- LAIDLER, D. "On Wicksell's theory of price level dynamics", *Manchester School of Economics and Social Studies*, vol. 40, n. 2, pp. 125-144, 1972.
- LEEPER, Eric C.; SIMS, Christopher A. & ZHA, Tao. "What does monetary policy do?", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2, pp. 1-78, 1996.
- LITTERMAN, R. B. & L. WEISS. "Money, Real Interest Rates, and Output: A Reinterpretation of Postwar U.S. Data", *Econometrica*, vol. 53, n. 1, pp. 129-155, 1985.
- MARTONE, C. L. "O processo cumulativo de Wicksell e a dinâmica da inflação", *Estudos Econômicos*, vol. 9, n. 3, pp. 77-100, 1979.
- MARX, Karl. *O capital*. 6 vol. Tradução de Reginaldo Sant'Ana. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, s.d. (1867-1893).
- MINSKY, Hyman P. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.
- _____. "Finance and profits: The changing nature of American Business Cycles". In: U.S. CONGRESS, JOINT ECONOMIC COMMITTEE. *The Business Cycle and Public Policy, 1929-80*. Washington: Government Printing Office, 1980.
- _____. *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press, 1975.
- MISHKIN, F. *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. New York: Harper Collins, 1992.
- MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. "Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky", *Revista de Economia Política*, vol. 8, n. 1, pp. 100-23, jan.-mar. 1988.
- OHLIN, Bertil. "Introduction" (1936). In: WICKSELL, Knut. *Interest and Prices*. Tradução de R. F. Kahn. New York: Augustos M. Kelley, 1965, pp. vii-xxi.
- PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. "A crise internacional e possíveis repercussões". *Comunicado da Presidência*, 16. Brasília: IPEA, jan., 1990.
- ROTHBARD, Murray N. *America's Great Depression*. Auburn: The Ludwig von Mises Institute, 2000[1999/1963].
- RUNKLE, David E. "Vector autoregressions and reality", *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 5, n. 4, pp. 437-42, Oct. 1987.
- SIMS, Christopher A. "Macroeconomics and reality", *Econometrica*, vol. 48, pp. 1-48, Jan. 1980a.
- _____. "Comparison of interwar and postwar business cycles: Monetarism reconsidered", *American Economic Review*, vol. 70, pp. 250-257, May 1980b.
- SMITH, Adam. *A riqueza das nações*. Investigação sobre a sua natureza e as suas causas. Tradução de Luiz João Baraúna. São Paulo: Abril Cultural, 1983 (1776).
- SOROMENHO, Jorge. "Wicksell e a teoria austríaca dos ciclos", *Estudos Econômicos*, vol. 25, n. 1, pp. 77-113, 1995.
- SPENCER, David E. "Does money matter? The robustness of evidence from vector autoregressions", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 21, pp. 442-454, Nov. 1989.
- STIGLITZ, J. E. & WEISS, A. "Credit rationing in markets with imperfect information", *American Economic Review*, vol. 71, n. 3, pp. 393-410, 1981.

TEMIN, Peter. *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* New York: Norton, 1976.

TODD, Richard M. "Vector autoregression evidence on monetarism: Another look at the robustness debate", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, vol. 25, n. 1, pp. 167-171, 1990.

TOPOROWSKI, Jan. *Theories of Financial Disturbance*. Cheltenham: Edward Elgar, 2005.

WICKSELL, Knut. *Interest and Prices*. New York: Kelley, 1936.

_____. *Lectures on Political Economy*. 2 vol. Fairfield: Kelley, 1935.

WOLFSON, Martin H. *Financial Crises. Understanding the Postwar U.S. Experience*. New York: M.E. Sharpe, 1994.