

# Minsky, Veblen e a endogeneidade das crises no capitalismo

## *Minsky, Veblen, and the endogeneity of the capitalism crises*

Norberto Montani Martins\*

Daniel Chaves Drach†

### Resumo

O presente trabalho se propõe a analisar as crises a partir dos arcabouços analíticos de Minsky e Veblen. Busca-se compreender como os autores constroem suas teorias de crise como processos endógenos à dinâmica capitalista e quais os elementos principais de suas abordagens. Além disso, estabelece-se os pontos de convergência e divergência entre os dois autores, destacando que, ainda que partam de bases teóricas essencialmente distintas, as análises de Minsky e Veblen trazem uma série de elementos que possibilita o diálogo entre as abordagens. Destaca-se, dentre os elementos de convergência, a ênfase na natureza evolucionária dos processos econômicos e o papel da temporalidade e da incerteza em ambos os autores. Argumenta-se, ao final, que a análise minskyana implica um refinamento da análise das crises como fenômenos endógenos do capitalismo e que a incorporação de traços institucionalistas à sua teoria reforça essa concepção.

**Palavras-chave:** Crises; Veblen, Minsky; Fragilidade Financeira.

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

### Abstract

This paper aims at analyzing economic crises from the viewpoint of Minsky's and Veblen's analytical frameworks. We aim at understanding how both authors build their theories of crisis as endogenous processes to capitalism dynamics and identifying the main building blocks of each approach. We present the convergences and divergences between Minsky and Veblen, stressing that, despite having different theoretical basis, the analyses of both authors have many points of contact, which permit us to stablish a dialogue between them. The evolutionary nature of economic processes and the role of temporality and uncertainty in both approaches are highlighted as the main points of convergence. At the end, we argue that the Minskyian framework consists in a refinement of the analysis of crises as endogenous phenomena of capitalism and an incorporation of institutionalist features into its theory reinforces this framing.

**Keywords:** Crises, Veblen; Minsky; Financial Fragility.

**JEL Classification:** B22; B25; E32; G01.

---

\* Professor Adjunto, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-9101-3135>. E-mail: [norberto.montani@gmail.com](mailto:norberto.montani@gmail.com).

† Mestre em Economia pela Universidade Estadual de Campinas. Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-4987-8311>. E-mail: [daniel.drach@gmail.com](mailto:daniel.drach@gmail.com).

## 1. Introdução

A eclosão da crise financeira internacional de 2008 trouxe à tona as dificuldades que a teoria econômica convencional enfrenta em explicar como crises são gestadas e podem tomar proporções desastrosas. Parte da heterodoxia<sup>1</sup> econômica já se colocava como uma alternativa viável às interpretações convencionais, seja porque reconhecia as crises como elementos centrais na dinâmica capitalista, seja porque, naquele contexto específico, já propunha que um evento similar seria provável em face das mudanças institucionais pelas quais tinha passado o sistema financeiro global (Keen, 2006; Kregel, 2008).

Alguns autores heterodoxos receberam atenção especial devido a seus objetos de estudo. O economista americano Hyman P. Minsky despontou como um nome relevante especialmente após alguns artigos passarem a se referir à crise como um “momento Minsky” (e.g. Cassidy, 2008). O sucesso do autor deve-se, entre outros fatores, a sua hipótese de instabilidade financeira, sintetizada na expressão “a estabilidade é desestabilizadora”, que ajudava a compreender o processo que se desenrolava no momento.

Wray (2009) argumenta, contudo, que o efêmero interesse no autor o interpreta erroneamente: mais que um mero “momento”, a crise de 2008 seria a expressão de um longo processo de transformação do capitalismo no sentido de uma etapa institucional própria, o chamado *money manager capitalism* ou capitalismo gestor de dinheiro. Essa “etapa” do capitalismo americano<sup>2</sup> seria caracterizada pela predominância de gestores financeiros altamente alavancados que buscam os máximos retornos totais num ambiente que, sistematicamente, *subprecifica* os riscos e carece de amarras regulatórias; seriam eles que ditariam os rumos dos mercados financeiros e da dinâmica econômica (Minsky, 1996, p. 363).

Portanto, mais do que uma hipótese teórica abstrata, Minsky tem a oferecer um arcabouço que combina elementos teóricos inovadores com uma análise das instituições que origina uma espécie de teoria das crises financeiras. Merhling (1999) e Wray (2009) associam o autor, inclusive, à tradição dos institucionalistas americanos, como Torstein Veblen e James Galbraith, ainda que Minsky não se refira

---

<sup>1</sup> Segundo Dequech (2007, p. 300), a noção de teoria convencional ou *mainstream* é em sua essência sociológica, baseada no prestígio e influência; na atualidade, ela incluiria não só a economia neoclássica (ver nota nº 6), mas também algumas correntes parcialmente críticas; a formalização matemática é talvez o elemento comum mais distintivo desse corpo teórico. A heterodoxia, tal como concebida neste trabalho, se define em oposição a essa categoria.

<sup>2</sup> Para Minsky (1996, p. 362), os estágios financeiros do capitalismo americano podem ser caracterizados da seguinte forma: capitalismo comercial; capitalismo industrial com financiamento selvagem; capitalismo financeiro e financiamento estatal; capitalismo paternalista, gerencial e do estado de bem-estar social; e capitalismo gestor do dinheiro.

explicitamente a eles. Contudo, é interessante notar que a forma mais acabada de sua análise do capitalismo americano é apresentada justamente em seu discurso no recebimento do prêmio Veblen-Commons da Associação para Economia Evolucionária em 1996.

Essa conexão abre espaço para explorarmos os diálogos entre a obra de Minsky, vinculada à tradição Keynesiana e pós-Keynesiana<sup>3</sup>, e a obra de autores vinculados à tradição institucionalista. A ponte mais geral entre pós-keynesianos e institucionalistas não é em si uma novidade, uma vez que outros trabalhos já buscaram estabelecer conexões entre essas diferentes correntes de pensamento na economia. Hodgson (1989; 1999), por exemplo, desenvolve a ideia de que a tradição institucionalista poderia fornecer potentes fundamentos microeconômicos e comportamentais para a teoria pós-Keynesiana. Dow (2012, p. 9), por sua vez, destaca a necessidade de integrar à discussão de tradição Keynesiana sobre incerteza e crises financeiras insumos da “velha” teoria institucionalista e da “velha” teoria comportamental<sup>4</sup>, que analisam o comportamento dos agentes para além da otimização racional da teoria convencional.

A ponte com o institucionalismo aparece também nos trabalhos de Kelso e Duman (1992) e Dimand (2004), que propõem uma leitura essencialmente vebleniana da análise das crises financeiras por Minsky. A conexão, segundo esses autores, não é meramente aparente: “Veblen and Minsky use different terminology and analytical constructs. Nonetheless, there is significant correspondence of views on general methodology and approach” (Kelso e Duman, 1992, p. 222). Com efeito, ao descrever o chamado “processo das crises e eras de prosperidade”, Veblen (1904) analisa o processo de gestação e eclosão de uma crise como resultado da era de prosperidade que a precede. É neste ponto que novamente se apresenta a questão: seria a prosperidade desestabilizadora?

Este trabalho se propõe a analisar as crises a partir dos arcabouços analíticos de Minsky e Veblen. Especificamente, busca-se compreender como os autores constroem suas “teorias” de crise como processos endógenos à dinâmica capitalista e quais os elementos principais de suas abordagens. Além disso, busca-se estabelecer

---

<sup>3</sup> Lavoie (2020) discute explicitamente se seria adequado enquadrar Minsky como um economista pós-keynesiano. Após analisar vários elementos da obra do autor, a resposta oferecida por Lavoie, à qual subscrevemos, não poderia ser mais clara: “Minsky considered himself to be part of post-Keynesian economics. Minsky explicitly said so and he kept thanking fellow post-Keynesians for the intellectual debt that he owed them” (Lavoie, 2020, p. 99).

<sup>4</sup> É importante distinguir entre “velhos” e “novos” institucionalistas. Uma definição mais precisa destes termos será apresentada na nota nº 10, mas, por ora, associa-se os “velhos” institucionalistas aos nomes de Veblen, Commons e Mitchell, ao passo que os “novos” institucionalistas designam autores como Coase, Williamson e North. No caso da “velha” teoria comportamental, Dow refere-se aos trabalhos de Earl (1989) e Sent (2004).

os pontos de convergência e divergência entre os dois autores. A metodologia empregada consiste na revisão crítica da obra de Minsky e Veblen com ênfase nos elementos constituintes e explanatórios das crises financeiras.

O artigo está dividido como segue. A Seção 1 apresenta o arcabouço teórico de Minsky, erigido a partir do “paradigma de Wall Street”, dos conceitos de restrição de sobrevivência e fragilidade financeira, e da hipótese de instabilidade financeira. A Seção 2 apresenta os elementos fundamentais para compreensão da abordagem de Veblen sobre a economia e centra-se na descrição das fases de prosperidade e crise. Por fim, as considerações finais buscam contrapor criticamente as duas visões, destacando elementos de convergência e divergência.

## 2. A visão de Minsky

A obra de Minsky encaixa-se na tradição pós-Keynesiana (Lavoie, 2020), mas dispõe de elementos originais que iluminam novas questões nesse programa de pesquisa<sup>5</sup>. Nesta seção, esses elementos serão o foco da discussão, tendo como norte o recorte referente à análise das crises financeiras.

### 2.1. O paradigma de Wall Street

A obra de Minsky parte de uma crítica à visão econômica neoclássica<sup>6</sup>, com a qual o autor associa o chamado “paradigma da feira de aldeia”, um modelo de economia de escambo, no qual a moeda desempenha o papel de mero facilitador das trocas. O foco situa-se não no ato de produção, mas nas trocas realizadas nos mercados, com um sistema econômico que tende a um estado de equilíbrio e “coerência”. Segundo o autor, as rupturas periódicas dessa coerência de mercado – crises – não encontram explicação nesse arcabouço senão por fatores exógenos (Minsky, 1977a, p. 21).

Ao observar o mundo real, em que as crises ocorrem com alguma frequência, Minsky propõe que a economia deve ser vista a partir de um paradigma de *Wall Street*, no qual

---

<sup>5</sup> Programa de pesquisa refere-se ao conjunto de teorias e técnicas compartilhado por determinada comunidade científica, sendo integrado por um conjunto de hipóteses ou teorias não sujeitas ao falseamento (núcleo duro) e hipóteses auxiliares (cinturão protetor) que irão, conforme a descoberta de fatos que se alinhem ou não a essas ideias (heurísticas positiva e negativa), guiar os desdobramentos da pesquisa (Lakatos, 1977).

<sup>6</sup> Seguindo Dequech (2007, p. 280), podemos compreender a economia neoclássica a partir da combinação de três características: (i) a ênfase na racionalidade e o uso da otimização como critério de racionalidade; (ii) a ênfase no equilíbrio; (iii) a negligência de formas fortes de incerteza e, particularmente, da incerteza fundamental – sobre os conceitos de incerteza, ver Dequech (2011). Ver também Carvalho (2020: 57-80).

The economy is viewed from the board room of a Wall Street investment bank. Theorizing starts by assuming a monetary economy with sophisticated financial institutions. In such an economy money is not just a generalized ration point which makes the double coincidence of wants unnecessary for trading to take place; money is a special type of bond which emerges as positions in capital assets are financed (Minsky, 1977a, p.21)

Essa visão pode ser expressa também a partir de uma economia monetária de produção, na qual a moeda é um ativo de caráter especial, que afeta as motivações e decisões dos agentes econômicos<sup>7</sup>. Nessa economia, a produção é realizada pelas empresas com o objetivo de auferir lucros monetários, sendo esses agentes os principais responsáveis pela determinação dos níveis de produção, emprego e investimentos. O processo produtivo é marcado por assincronias, o que coloca as expectativas no centro das decisões econômicas mais relevantes e abre espaço para que a incerteza fundamental interfira na formulação dessas expectativas e no processo de tomada de decisão. Além disso, os planos dos diferentes agentes econômicos não são necessariamente coordenados *ex-ante*, sendo o mercado também insuficiente como mecanismo de coordenação *ex-post*, exigindo o desenvolvimento de instituições como, por exemplo, contratos monetários ou convenções para a tomada de decisões relevantes.

A noção de economia monetária de produção certamente é um importante ponto de partida, mas a ideia de um paradigma de *Wall Street* sugere a possibilidade de ir além: as unidades econômicas podem ser pensadas não só em sua articulação produtiva, mas também em termos de como são gerenciadas em termos financeiros; isto é, os agentes econômicos podem ser encarados como se instituições financeiras fossem e suas decisões analisadas a partir de seus fluxos de caixa e seus balanços (Minsky, 1967). As posições financeiras refletem decisões de aplicação dos recursos dos agentes, bem como decisões de endividamento e financiamento, baseadas nas expectativas e na percepção de incerteza por cada unidade econômica, que serão determinantes para os níveis de produção, emprego e investimentos e, assim, para a dinâmica econômica.

Essa interpretação permite compatibilizar uma visão teórica mais genérica, da economia monetária de produção, com um arcabouço analítico mais específico, estruturado a partir da visão minskyana de uma sala em Wall Street. Esse arcabouço

---

<sup>7</sup> A moeda dispõe de duas propriedades essenciais, quais sejam: elasticidades de produção e substituição nulas ou próximas de zero (Carvalho, 2020, p. 76-77). Por elasticidade de produção nula compreende-se que não é possível simplesmente empregar mais para produzir mais moeda. Já por elasticidade de substituição nula compreende-se que não há substitutos perfeitos para a moeda no sentido que se o “preço” da moeda aumenta, a demanda por moeda também irá aumentar. A combinação dessas duas propriedades assegura que a moeda seja o ativo de liquidez máxima, aquele com a capacidade de liquidar dívidas e representar poder de compra em sua forma geral.

desenvolve-se, então, a partir das noções de restrição de sobrevivência e fragilidade financeira e consolida-se na hipótese de instabilidade financeira.

## 2.2. Restrição de sobrevivência, fragilidade financeira e margem de segurança

A ideia de condição ou restrição de sobrevivência (*survival constraint*) aparece na tese de doutorado de Minsky, publicada em 1954 e reeditada como Papadimitriou (2004). Ela retrata a concepção de que as empresas não encontram restrições de ordem meramente tecnológica, mas também de ordem contratual ou financeira. Para sobreviver ou evitar a falência, a receita que uma empresa obtém com suas vendas deve ser, ao longo do tempo, superior aos custos de produção e investimento, bem como às despesas oriundas de suas obrigações financeiras (Delli Gatti; Gallegati, 1997, p. 531). Essa condição pode ser definida de modo mais preciso da seguinte forma

Survival conditions have been defined as requiring that total money expenses be less than or equal to total money receipts (ignoring whatever initial liquidity the firm possesses) for every time period from the initial position to the firm's horizon. The objective phenomenon related to the survival of a firm is its balance sheet structure. (Papadimitriou, 2004, p. 127).

Para sobreviver, portanto, as firmas devem buscar uma estrutura de balanço que compatibilize suas entradas e saídas de caixa, demandando atenção às posições de liquidez e de solvência em que se encontram. O conceito de fragilidade financeira encontra aí suas raízes, ainda que seu escopo tenha sido posteriormente estendido para tratar das unidades econômicas em geral. A ideia de fragilidade parte do reconhecimento que há diversas formas das unidades gerenciarem sua restrição de sobrevivência e sua reprodução, isto é, as decisões voltadas para a expansão de seus lucros; ambos aspectos são igualmente importantes (Papadimitriou, 2004, p. 152).

Uma unidade econômica será considerada mais ou menos frágil de acordo com o grau de compatibilidade entre os fluxos monetários esperados de entrada e saída de caixa, condicionados pelas posições de balanço assumidas por ela. Embora a tipologia minskyana seja amplamente explorada, cabe aqui reproduzir essa ideia mais uma vez. Minsky classifica as unidades econômicas conforme suas posições financeiras, destacando três classes: (i) as unidades *hedge* ou protegidas; (ii) as unidades especulativas; e (iii) as unidades Ponzi, que consistem em um caso especial da segunda classe.

As unidades *hedge* são aquelas em que o volume de receita esperado é suficiente para financiar tanto o pagamento dos juros quanto do principal de suas obrigações financeiras. Nesse caso, elas atenderão à restrição de sobrevivência, mas estarão sujeitas a choques e situações que podem mudar esta situação. Em especial,

unidades *hedge* não seriam suscetíveis a mudanças não bruscas em seus fluxos de obrigações, mas a variações em suas receitas futuras efetivas (Minsky, 1984: 26).

As unidades especulativas dizem respeito a uma posição financeira menos privilegiada: no curto prazo, os fluxos de renda são suficientes para financiar o pagamento dos juros de suas obrigações, porém não o principal. Com isso, existe uma necessidade latente de rolagem das obrigações financeiras, sendo o acesso ao setor financeiro um fator chave para essas unidades. O caráter especulativo se refere ao pressuposto implícito de que os recursos para rolagem das obrigações estarão disponíveis quando necessário.

Por fim, como uma espécie de caso especial das unidades especulativas, as unidades *Ponzi* são caracterizadas pela incapacidade de honrar o pagamento dos juros e do principal de suas obrigações apenas com suas receitas, demandando um endividamento crescente para que possam continuar em operação (Minsky, 1984: 28). O endividamento crescente torna ainda mais aguda a dependência dessas unidades às condições financeiras. É interessante notar que posições Ponzi não são sustentáveis por um longo período de tempo, uma vez que violam a condição de sobrevivência das unidades: ou vão à falência, ou redimensionam suas posições de modo a respeitar a restrição imposta (Minsky, 1977a, p. 15).

Outra forma de enxergar a fragilidade financeira é através das chamadas margens de segurança. Minsky (1977b, p. 16) considera três tipos de margem de segurança: (i) o excesso das receitas monetárias esperadas em relação às obrigações contratadas para todos os períodos de tempo (condição de *hedge*); (ii) o excesso do valor presente dos ativos em relação aos passivos de um agente (condição de solvência); (iii) o volume de ativos de altíssima liquidez no portfólio dos agentes (*cash kickers*). Quanto menores as margens de segurança, maior a fragilidade financeira.

Posto isso, a fragilidade financeira pode ser interpretada como um fenômeno individual, inerente à cada unidade econômica e a como ela gerencia sua restrição de sobrevivência. Em nível agregado, será a combinação de diferentes posições financeiras que irá determinar a estrutura financeira de determinado sistema econômico. Quanto maior a proporção de unidades *especulativas* e *Ponzi*, maior o grau de fragilidade de uma dada economia em determinado ponto no tempo (Minsky, 1977b, p. 8)<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Davidson (1978, p. 416-8) e Toporowski (2008, p. 734-5) chamam atenção para a possibilidade de que haja uma falácia de composição nesse argumento. De fato, o resultado final sobre o grau de fragilidade financeira agregado dependerá de como o efeito dinâmico originado a partir das decisões individuais de investimento será apropriado pelas firmas, isto é, se vira fluxo de entrada de caixa ou não. Porém, há uma premissa implícita nesse raciocínio, de que todo endividamento tem como

O papel do sistema financeiro é crucial para validar ou não as posições financeiras tanto individual como sistemicamente. Com isso, detém um papel chave na determinação não só das possibilidades de expansão e desenvolvimento de uma dada economia em determinado período de tempo, mas também do grau de fragilidade financeira e da exposição dessa economia à choques e crises financeiras. Para melhor compreender essa ideia, enfocaremos a discussão da hipótese de instabilidade financeira.

### 2.3. A hipótese de instabilidade financeira

A hipótese da instabilidade financeira registra a evolução dinâmica da fragilidade financeira no contexto de uma economia que opere sob o paradigma de Wall Street. Ela pode ser sintetizada na expressão “a estabilidade é desestabilizadora”. Segundo essa hipótese, durante um período de marcada prosperidade econômica, as empresas tendem a assumir posições financeiras cada vez mais frágeis.

A definição formal fornecida por Minsky desdobra a hipótese em dois teoremas (Minsky, 1992: 8-9). O primeiro define que a economia tem estruturas financeiras compatíveis com a estabilidade e estruturas em que se torna instável. O segundo teorema postula que, ao longo de períodos de prolongada prosperidade, a economia transita de um conjunto de relações financeiras que originam um sistema estável para relações financeiras que fazem do sistema instável.

O ponto central aqui é a endogeneidade do processo de fragilização das unidades econômicas, explicado, por exemplo, por uma espécie de tendência inerente de adoção de margens de segurança cada vez menores pelos agentes ou pela existência de uma estrutura de incentivos “perversos” que impulsiona a adoção de posições financeiras especulativas. Minsky ilustra o primeiro mecanismo:

Existing debts are easily validated and units that were heavily in debt prospered; it paid to lever. After the event, it becomes apparent that the margins of safety built into debt structures were too great. As a result, over a period in which the economy does well, views about acceptable debt structure change (Minsky, 1977a, p. 24)

O prelúdio que antecede o término do período de prosperidade ou estabilidade seria caracterizado por uma mudança das expectativas e na percepção da incerteza pelos agentes econômicos. O estado de confiança dos agentes<sup>9</sup> poderia ser minado a partir de um fato exógeno isolado ou pela percepção acerca da fragilidade crescente, endógena, a qual os agentes estão submetidos. Nesse caso,

---

finalidade o financiamento de investimentos, que não será atendida em todas as situações. Além disso, nem sempre haverá compatibilidade temporal entre receitas e despesas financeiras, justamente o ponto que Minsky busca salientar.

<sup>9</sup> Sobre o conceito de estado de confiança nas expectativas, ver Carvalho (2020: Capítulo 4, p. 81-101).

alguns efeitos podem ser desencadeados. Por exemplo, pode haver uma elevação da recompensa exigida por abrir mão de liquidez, aumento este que amplificaria os encargos financeiros das unidades fragilizadas. Outro exemplo é um choque negativo sobre a renda ou receita futura esperada, que compromete o alinhamento dos fluxos de receita e obrigações. Ou ainda, uma combinação dos dois efeitos, com sua influência simultânea e cumulativa sobre as posições financeiras dos agentes.

As unidades financeiramente mais frágeis teriam três opções de enfrentamento do problema, cada uma delas engendrando consequências específicas: (1) caso ainda fosse possível, a rolagem das dívidas, agravando o grau de fragilidade financeira na direção de unidades Ponzi; (2) a liquidação de ativos, o que poderia originar um processo de deflação de ativos; (3) a inadimplência ou, no limite, declaração de falência, reconhecendo a incapacidade de atender à restrição de sobrevivência, o que agravaria o quadro recessivo e alimentaria a incerteza e avaliações negativas da economia.

#### 2.4. As crises financeiras

Na visão de Minsky, a crise financeira é a eclosão de uma situação de instabilidade econômica ou de “incoerência” do sistema econômico (Minsky, 2008, p. 129). Essa incoerência está ligada, por exemplo, à recusa por parte ou por todo o sistema financeiro de validar as posições financeiras almeçadas pelos agentes face ao risco que impõe aos credores. Ela se manifesta na espiral deflacionária dos preços dos ativos, originando processos que se retro-alimentam e auto-reforçam a tendência para instabilidade. Ela se materializa nas recessões e, principalmente, nas depressões, a partir dos efeitos que os problemas financeiros têm nos níveis de investimento, produção e emprego e seus efeitos multiplicadores (Carvalho, 2016).

A dinâmica das economias capitalistas sob o paradigma de Wall Street, em particular, em sua etapa do capitalismo gestor do dinheiro, é tal que eventos como esse são de certa forma inevitáveis: “*an economy with systemic financial fragility will have a deep depression from time to time*” (Minsky, 1977a: p. 4). Por outro lado, Minsky avança em uma análise de que a concretização de uma crise depende também da ação do governo sobre a fragilidade financeira e a economia de um modo geral. Com efeito, o autor destaca que “*incoherence need not be fully realized because institutions and policy can contain the thrust to instability. We can, so to speak, stabilize instability*” (Minsky, 2008: 11).

Essa percepção origina a prescrição da necessidade de que o governo atue via política fiscal e monetária – *big government* e *big bank* – para evitar que crises de grandes proporções se materializem. Por questões de escopo e espaço, esse tópico

não será desenvolvido neste trabalho, mas os leitores podem consultar Minsky (2008) e Wray (2016).

### 3. A visão de Veblen

Thorstein Veblen foi um dos primeiros autores a tomar como ponto de partida uma visão evolucionária para analisar a realidade econômica. Situado na tradição dos velhos institucionalistas americanos<sup>10</sup>, Veblen foi influenciado pela ascensão das ideias darwinistas, a partir das quais propôs um esquema de análise da dinâmica institucional das sociedades humanas que parte da criação de um conjunto de propensões formadoras da natureza humana. O infindável conflito entre os elementos principais dessa natureza e a realidade material da humanidade dá origem ao arcabouço analítico que o autor emprega para compreender os movimentos sociais, culturais e econômicos.

#### 3.1. Os fundamentos analíticos de Veblen

A análise de Veblen consiste em um sistema original de economia política que se alinha metodologicamente à abordagem evolucionária proposta por Charles Darwin. Nesse sistema, os instintos e as instituições interagem para moldar e gerar a sociedade e a economia em que vivemos (Veblen, 1914; Cavalieri, 2013). Neste trabalho, porém, adotaremos uma perspectiva mais restrita sobre o arcabouço analítico de Veblen, centrada na identificação de um conjunto de *dualidades* sociais, culturais e econômicas.

Essas dualidades representam um desenvolvimento em uma determinada realidade social e material da dualidade fundamental entre dois conjuntos de elementos formadores da natureza humana: (1) o conjunto derivado da chamada propensão ao trabalho produtivo (*instinct of workmanship*); (2) o conjunto derivado da chamada emulação pecuniária, cuja acepção será detalhada adiante.

A propensão ao trabalho produtivo é a força geradora dos elementos ditos industriais, ligados à satisfação das necessidades materiais de uma comunidade. Para Veblen (1898, p. 4) o homem seria dotado de uma proclividade natural ao trabalho produtivo, contrariando a visão que coloca o trabalho como um fardo ao qual o ser

---

<sup>10</sup> Dentro da tradição institucionalista, Veblen e o programa de pesquisa vebleniano são identificados com o “velho” institucionalismo americano. O uso do termo programa de pesquisa deve-se ao fato de que outros autores do “velho” institucionalismo originaram outras correntes de pensamento, por exemplo, no caso de John Commons. Não há um corpo teórico unificado, ainda que partilhem de alguns elementos em comum. A corrente vebleniana, por exemplo, como aprofundaremos nesse trabalho, se constrói ao redor do conceito de dicotomia entre os aspectos pecuniários e industriais da economia. Além disso, é preciso diferenciar os “velhos” institucionalistas dos “novos” institucionalistas, associados aos estudos de Douglass North, Oliver Williamson, dentre outros, que, em função do tratamento metodológico dado aos problemas econômicos, originaram uma análise das instituições mais formalista (teoria dos jogos), individualista, reducionista e orientada à escolha racional. Para uma discussão mais detalhada, ver Rutherford (1994: Capítulo 1, p. 1-6).

humano deve se submeter para sobreviver. Essa proclividade embute uma noção implícita de causalidade e eficiência processual: o desperdício e a futilidade gerariam desprazer, ao passo que a eficiência produtiva do trabalho seria “espiritualmente” recompensadora.

Por outro lado, os seres humanos seriam também dotados de uma propensão “emulativa”, uma inclinação natural em direção à imitação e à comparação entre indivíduos de uma mesma sociedade. Essa emulação tem o papel de regular o regime de status social, que determina como a relação entre as diversas classes de indivíduos se estrutura. Diferentes realidades materiais e culturais condicionaram diversas formas de emulação durante diferentes períodos da história humana. Uma dessas formas é, por exemplo, a “emulação predatória”, baseada na força bruta, na violência e na exposição de façanhas heroicas como elementos que conferem status social.

Uma vez que os hábitos predatórios se tornam centrais na comunidade, a apropriação de objetos e de pessoas começa a tomar outra dimensão. Com o surgimento da indústria, da acumulação de riqueza e do concomitante desenvolvimento da instituição da propriedade privada, outra forma de emulação emerge como consequência (Veblen, 1899[1994], p. 26). Nesta nova realidade, a distinção entre indivíduos passa a ser operada tendo como base comparações entre o volume pecuniário – por pecuniário, compreende-se aquilo relativo ao dinheiro; monetário – das propriedades de cada um: “*The possession of wealth [...] becomes, in popular apprehension, itself a meritorious act.*” (Veblen, 1899[1994], p. 29). Portanto, o hábito predominante da emulação predatória lentamente dá lugar à sua manifestação mais moderna: a emulação pecuniária, baseada numa comparação entre os valores monetários dos artigos de propriedade.

A análise de Veblen contrapõe a noção do industrial como oposta ao pecuniário: (1) a ação produtiva/industrial, possibilitada pela propensão ao trabalho produtivo, objetiva a melhoria das condições de manutenção da vida humana; (2) a ação pecuniária/aquisitiva objetiva a apropriação de uma vantagem diferencial improdutiva visando ganho de visibilidade e status social, sendo disfuncional à comunidade. O ato industrial é coletivo, gerador de bem estar e produtivo; o ato pecuniário é individual, diferencial e improdutivo.

Para explicar a produção material de uma comunidade, Veblen busca identificar os elementos presentes nas comunidades humanas que tornaram sua existência possível – os ativos imateriais da comunidade<sup>11</sup> –, entendendo sua

---

<sup>11</sup> Conjunto de conhecimentos sobre a realidade física dos materiais e processos do mundo que nos cerca que determinada comunidade domina.

dinâmica de criação e suas relações com o conjunto dos bens materiais de produção<sup>12</sup>. O autor argumenta que em sociedades com baixo grau de desenvolvimento do estado das artes industriais, a apropriação dos meios materiais de produção por um indivíduo não lhe geraria nenhuma vantagem diferencial significativa, pois a pouca sofisticação dos bens de produção implicaria que eles poderiam ser facilmente produzidos pelo trabalho de apenas um homem. Portanto, nos primórdios da vida em comunidade, tais meios materiais eram geralmente mantidos sob um regime de propriedade coletiva. Contudo, conforme o corpo de ativos imateriais começa a crescer em complexidade e são criados novos processos tecnológicos, que engendram a utilização de meios materiais de difícil acesso e produção<sup>13</sup>, a propriedade desses bens começa a colocar o proprietário em uma posição de clara vantagem sobre os demais indivíduos da comunidade.

É sob a vigência desta recente situação na história das sociedades humanas, onde a apropriação dos bens materiais de produção é de importância central, que surgem, respectivamente, a instituição da propriedade privada dos meios de produção e, como um desenvolvimento posterior, o regime da moderna empresa de negócios (*business enterprise*). Sob este regime, o poder discricionário dos negócios sobre a indústria é exercido no dia a dia da produção, sendo seu volume determinado pelos interesses dos proprietários de capital e não por razões técnicas ou pelas necessidades materiais da comunidade (Veblen, 1908a).

### 3.2. A moderna empresa de negócios, investimento e capital

A compreensão da dinâmica econômica passa pela compreensão do funcionamento de uma empresa moderna. Tais estruturas institucionais atuam sob a regência dos investimentos visando o lucro. Baseiam-se na capitalização de ativos materiais e imateriais, por meio do recurso ao crédito como forma principal de financiamento. Devido a modificações derivadas do uso generalizado do crédito e da evolução das técnicas produtivas, a dinâmica dos negócios e suas relações com o sistema industrial tomaram novas dimensões ao longo do tempo.

Diferentemente do ocorrido quando os métodos de produção eram artesanais e o empreendedorismo era relevante para a dinâmica econômica, a tônica do funcionamento do capitalismo moderno é dada pelo método do investimento visando lucro e pela gerência pecuniária de negócios – isto é, a busca pela

---

<sup>12</sup> Conjunto de bens físicos necessários, sob determinado “estado das artes industriais”, para a produção de serventia para a comunidade.

<sup>13</sup> Tanto no sentido da sofisticação tecnológica quanto em termos de escala de produção. A ideia central é a de que a produção/acesso a tais meios abrange mais do que o trabalho de um homem, tomado isoladamente, é capaz englobar.

diferenciação a partir de lucros monetários. Em outras palavras, o enfoque sistêmico, que antes era produtivo/industrial, agora se direciona às diferenças entre as magnitudes monetárias envolvidas – aspectos pecuniários/diferenciais. Portanto, teorias e conceitos criados para explicar a realidade econômica anterior seriam intrinsecamente incapazes de explicar o funcionamento de uma economia capitalista moderna.

Com isso, faz-se necessário estabelecer alguns conceitos básicos alinhados às necessidades institucionais modernas na concepção de Veblen. O conceito de capital tem como essência sua existência puramente pecuniária: o capital representa um fundo de valores monetários avaliado tendo em vista sua capacidade esperada de gerar lucros (monetários) para seu proprietário. A materialidade do objeto de propriedade não é uma necessidade: um ativo intangível, cuja posse esteja garantida por direitos de propriedade legalmente assegurados, integra o capital tanto quanto qualquer máquina ou equipamento industrial.

Este fundo de valores possui pouca ou nenhuma relação com variações reais na capacidade produtiva: *“Invested wealth is capital, a pecuniary magnitude, measured in terms of value and determined in respect of its magnitude by a valuation which proceeds on an appraisal of the gain expected from the ownership of this invested wealth”* (Veblen, 1904, p.104-5). Assim como o capital, o investimento também é uma categoria pecuniária. Ele representa toda e qualquer aplicação de recursos financeiros visando retorno pecuniário: *“[Investment] is a pecuniary transaction, and its aim is pecuniary gain, – gain in terms of value and ownership.”* (Veblen, 1904, p. 104-5).

Essas definições são fundamentais. A existência pecuniária destas categorias representa um afastamento substancial em relação à teoria economia convencional, que considera capital como um “vetor de bens materiais de produção” (Veblen, 1908b, p. 1). Além disso, somente através da compreensão destas categorias dentro da lógica de Veblen que podemos entender sua visão mais geral sobre o processo de capitalização das empresas e sobre os ciclos dos negócios.

### **3.3. Capitalização e crédito**

O objetivo da moderna empresa de negócios é o lucro. O método mais utilizado para auferir lucros é a manipulação dos preços. O homem de negócios tem como objetivo criar alterações no sistema de preços que gerem possibilidades de ganhos diferenciais. Este novo paradigma de gerência industrial implica não só em uma nova dinâmica na produção, mas em uma nova dinâmica das formas de

financiamento da mesma. A moderna empresa de negócios se baseia no acesso recorrente ao crédito associado à capitalização de ativos materiais e imateriais.

Como destaca Cruz (2007), uma empresa possui duas capitalizações distintas: (1) a capitalização de jure ou capitalização nominal, baseada nos valores contábeis de seus ativos materiais e imateriais; (2) a capitalização dos negócios ou capitalização efetiva, derivada da avaliação da capacidade futura de ganhos (*earning capacity*), tal como entendida no mercado de capitais<sup>14</sup>. A capitalização de jure é uma formalidade contábil e possui pouca importância para a presente exposição; será o processo de capitalização efetiva o relevante para explicar os movimentos de prosperidade e crise nos negócios.

A capitalização efetiva depende principalmente de fatores ligados à posição da empresa dentro do mercado e das expectativas quanto ao desempenho desse mercado. Eficiência produtiva, inovação e todo o tipo de melhorias técnicas/materiais possuem uma relação de determinação indireta neste esquema, só afetando a valoração de mercado na proporção em que gerem uma capacidade de ganho extra ou *earning capacity* (Veblen, 1904: 152-3). Na realidade, no processo de capitalização da maioria das grandes empresas, observa-se que a maior parte do capital efetivo provém de fatos geradores imateriais – ativos intangíveis. Assim, a capitalização efetiva de uma empresa está sujeita a um interminável processo de reavaliação baseado nas expectativas, criadas nas bolsas de valores, quanto ao desempenho futuro da mesma e dos mercados com os quais ela tem contato.

Para uma empresa operando em um dado mercado, o tempo e a magnitude de seu *turnover* (giro) são os principais determinantes de sua capacidade de ganho. Eles representam, respectivamente, o quão rápido a empresa consegue recuperar um dado investimento e o volume deste investimento. Para encurtar o tempo do *turnover*, geralmente, se busca algum aperfeiçoamento nas técnicas produtivas que reduza custos ou recorre-se ao uso de propaganda como forma de aumentar a demanda (*competitive pushing of sales*). Para aumentar seu volume, se recorre ao crédito como principal forma de expandir extensivamente a atividade produtiva.

A priori, seria sempre vantajoso para o empresário recorrer à expansão creditícia para ampliar o *turnover*. Porém, o mecanismo de endividamento visando aumentar o volume do *turnover* é limitado pela cobrança dos juros sobre o capital emprestado. Quando o pagamento de juros de um empréstimo excede os lucros

---

<sup>14</sup> De fato, Veblen (1904, p.138) aponta que: “*The effective capitalization of any modern company, that is to say, the capitalization which is effective for current business purposes as distinct from the formal requirements of the charter, is given by the quotations of the company's securities, or by some similar but less overt market valuation in case the company's capital is not quotable on the market.*”

brutos a serem obtidos pela aplicação destes recursos, tal extensão se torna desvantajosa. Ou seja, existiria uma espécie de ponto ótimo de endividamento para um dado segmento de mercado, ponto este que equipararia o lucro bruto aos fluxos de pagamento decorrentes das obrigações financeiras contraídas.

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

### 3.4. Relações de interdependência, prosperidade e crise

A visão *vebleniana* coloca a ocorrência de crises como uma exclusividade dos negócios, ligadas a fatores pecuniários. As crises normais<sup>15</sup> seriam aquelas endógenas ao sistema, um resultado da extensão do domínio da gerência pecuniária de negócios sobre a indústria. Nessa dinâmica, o conceito vebleniano de relações de interdependência (*interstitial relations*) se faz importante para a compreensão de como: (1) os fenômenos localizados de preços podem gerar movimentos de prosperidade; (2) uma crise sistêmica pode surgir como consequência da mera observação pelos agentes econômicos de que algumas empresas se encontram insolventes.

O sistema industrial é composto de um *continuum* de relações de interdependência. Nele, um processo depende de processos anteriores e determina outros posteriores. Portanto, ao pensa-lo, devemos desenvolver uma visão holística, capaz de concebê-lo como uma entidade única composta por uma infinidade de subprocessos (Veblen, 1904: 7). Esta característica gera a necessidade de um constante monitoramento das relações entre as diversas subindústrias que compõe o sistema: qualquer distúrbio em um ponto causa uma sequência de alterações possivelmente danosa. Este atributo potencialmente desestabilizador requer a elaboração de um sistema de monitoramento e ajuste eficiente dessas relações, visto que qualquer problema na relação entre dois subprocessos pode gerar desperdícios

---

<sup>15</sup> Crises que são consequência da dinâmica pecuniária, e não surgem a partir de “calamidades” ou “atos divinos” (VEBLEN, 1904, p.182).

em inúmeros outros pontos. Esta tarefa logística, extremamente relevante para o bem estar da comunidade, é atualmente desempenhada pelo sistema de preços, através de transações comerciais, medida em termos pecuniários e executada objetivando-se o lucro.

A visão holística do sistema industrial é a chave para a compreensão da etapa de prosperidade. Dentro da perspectiva Vebleniana, uma época de prosperidade nos negócios é uma época de aumento nos preços. Inflação e crescimento são fenômenos interligados por definição: a prosperidade depende da apreensão de uma lucratividade acima da média em determinados setores ou da existência de um sistema de preços relativos onde determinados preços estão temporariamente inflacionados em relação a outros. Este sistema inflacionado garante uma “renda diferencial” aos setores que possuem custos reduzidos e/ou preços de venda elevados (Veblen, 1904, p.199).

Este diferencial do sistema de preços é geralmente resultado de alguma perturbação inicial que inflaciona os preços em algum setor ou rebaixa preços em outros setores. Como o sistema industrial possui “rigidez em alguns preços”<sup>16</sup>, a onda inflacionária demora para atingir as porções mais afastadas do subprocesso agraciado pela perturbação inicial. Enquanto a onda inflacionária não atingir uma porção significativa do sistema industrial, o diferencial de preços será mantido e, conseqüentemente, serão mantidos os lucros extraordinários e a prosperidade. Contudo, quando o aumento de preços atingir uma porção significativa do sistema industrial, restaurando a relação de preços relativos anterior, a rentabilidade regressará ao patamar anterior e a onda de prosperidade estará se aproximando de seu fim.

Esse processo, contudo, não seria o suficiente para deflagrar uma crise de liquidação. Conforme os preços relativos retornassem ao seu patamar anterior as rentabilidades cairiam, e o nível de atividade se ajustaria a um novo patamar condizente com o nível de preços vigente. O problema desta visão simplista, porém, é que ela desconsidera completamente o papel do crédito e da capitalização nesse processo. Ao incorporar esses elementos, podemos descrever o ciclo de prosperidade e crise de acordo com os seguintes passos: (1) um distúrbio inicial – ou uma apreensão de possibilidade de distúrbio – no sistema de preços aumenta a expectativa de rentabilidade de uma empresa ou de um grupo de empresas; (2) como as expectativas de ganhos são promissoras, novas expansões creditícias são efetuadas

---

<sup>16</sup> Esta “rigidez” seria um resultado da existência de setores industrialmente afastados dos agraciados pela mudança de preços inicial ou de setores nos quais os preços geralmente não sobem, em especial, o mercado de trabalho (Veblen, 1904: 199).

visando a maximização do volume de negócios através de um aumento na produção via investimento; (3) estas expansões creditícias aumentam o volume de capital; (4) o aumento do capital novamente expande as possibilidades de extensão creditícia ao aumentar o valor do colateral das empresas envolvidas, colateral este que pode ser apresentado a qualquer momento como garantia para uma nova extensão de crédito. Assim o ciclo se perpetua, em um processo retroalimentado.

É interessante notar a percepção de Veblen (1904, p.198) sobre como se processa a oferta de crédito na fase de prosperidade, com o relaxamento das exigências de colateral:

During the free swing of that buoyant enterprise that characterizes an era of prosperity contracts are entered into with a somewhat easy scrutiny of the property values available to secure a contract. So that as regards this point not only is the capitalization of the industrial property inflated on the basis of expectation, but in the making of contracts the margin of security is less closely looked after than it is in the making of loans on collateral.

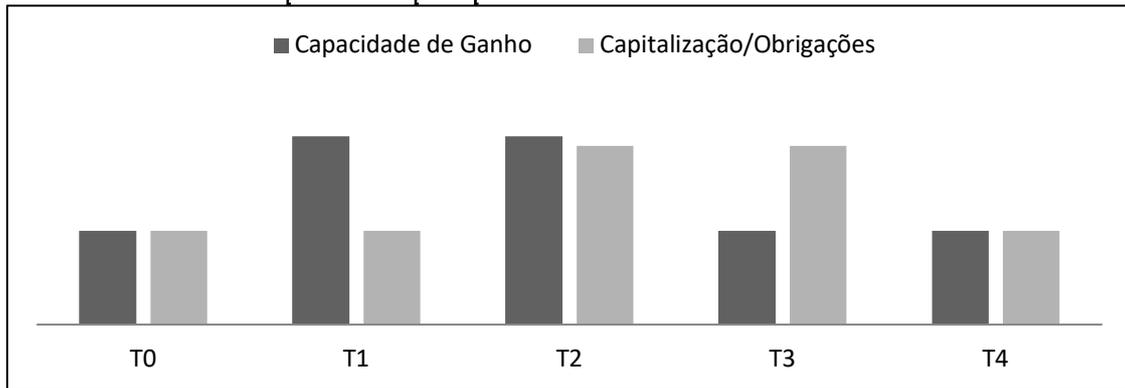
Assim, enquanto as expectativas quanto a rentabilidade futura da empresa continuarem otimistas, o ciclo retroalimentado de valorização e endividamento pode seguir. Porém, conforme o distúrbio inicial de preços se espalha, restaurando o estado inicial do sistema de preços relativos, as rentabilidades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

Sob a nova situação, de expectativas medíocres de rentabilidade, o corpo de obrigações financeiras adquirido anteriormente implica um volume de juros impagável. Com isso, situações de insolvência se disseminam. O necessário para uma catástrofe generalizada de liquidações forçadas é que: "*some considerable creditor find out that the present earning-capacity of his debtor will probably not warrant the capitalization on which his collateral is appraised*" (Veblen, 1904, p. 204).

Outra forma de descrever esse processo é referindo-se às ideias de capitalização: o que pode ter sido uma capitalização conservadora numa fase pgressa, com sua capacidade de ganho assentada sobre uma larga vantagem diferencial, torna-se uma capitalização excessiva após a perda dessa vantagem. Podemos pensar numa sequência de acontecimentos tal como ilustrado no Gráfico 1: ( $t_0$ ) antes do distúrbio inicial modificar as expectativas de rendimento, a empresa encontra-se em uma situação equilibrada, na qual sua capitalização efetiva condiz com sua capacidade esperada de ganho; ( $t_1$ ) conforme preços sobem e a rentabilidade

esperada da empresa aumenta, sua capitalização efetiva se mostra pequena em relação à sua capacidade de ganho, ou seja, a empresa se encontra subcapitalizada; ( $t_2$ ) novos lançamentos de papéis são efetuados, até que a capitalização efetiva esteja de acordo com a rentabilidade esperada, possibilitada pela onda de prosperidade e aumento de preços; ( $t_3$ ) conforme os preços relativos retornam ao patamar de  $t_0$ , a capacidade de ganho se reduz, fazendo com que a capitalização anterior (vigente em  $t_2$  e  $t_3$ ) seja excessiva, ou seja, agora a empresa se encontra sobrecapitalizada.

**Gráfico 1 - Crises e épocas de prosperidade**



Fonte: Elaboração Própria.

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

Os efeitos sistêmicos deste processo são gravíssimos. Como o sistema industrial e financeiro é extremamente interconectado, qualquer distúrbio localizado é capaz de se espalhar rapidamente gerando uma crise sistêmica de deflação nos valores capitalizados. A crise, portanto, consiste em liquidações sequenciais de empresas e reflete esse processo de alinhamento da capitalização às capacidades de ganho prevalecentes.

#### 4. Considerações finais

Ainda que partam de bases teóricas essencialmente distintas, as análises de Minsky e Veblen trazem uma série de elementos que possibilita o diálogo entre as abordagens. Kelso e Duman (1992), Mehrling (1999), Papadimitriou e Wray (1999), Dimand (2004), Wray (2016) e Henry (2012) são alguns dos autores que já exploraram esse diálogo com menor ou maior profundidade. Da perspectiva desse trabalho, o reconhecimento de ambos os autores acerca da endogeneidade das crises

em meio à dinâmica de funcionamento das economias modernas é o principal ponto de interesse.

Kelso e Dimand (1992, p. 231-232) enfocaram os aspectos metodológicos das análises dos dois autores, destacando os seguintes pontos de convergência: (i) a forte ênfase na natureza evolucionária dos processos econômicos; (ii) o uso de modelos econômicos nos quais os atores existem no tempo histórico real; (iii) a ênfase no papel desempenhado pela incerteza e pelas expectativas nas decisões econômicas; (iv) a insistência de que a moeda e o crédito, bem como o sistema financeiro, detém uma importante posição no funcionamento das economias; e (v) a rejeição da economia convencional.

Sobre esses elementos, é interessante sublinhar que Veblen e Minsky fornecem uma visão do processo econômico que tem a temporalidade em seu eixo central. Por exemplo, em ambos os casos, o conjunto de decisões acerca do endividamento e da contração de obrigações financeiras se processa num momento diferente daquele em que essas obrigações devem ser liquidadas. Isto é, as decisões ocorrem *ex-ante*, baseadas em expectativas quanto ao desempenho futuro da economia e na incerteza que permeia o processo econômico, ao passo que os pagamentos de juros e do principal deverão ser efetuados *ex-post*, quando tais expectativas se realizarem ou forem frustradas. Sem incerteza e sem eventos diferidos ao longo do tempo, a possibilidade de ocorrência de crises perde força teórica: a crise nada mais é que a manifestação concreta do desencontro entre expectativas e realidade e seus efeitos sobre as unidades econômicas.

Contudo, é possível também ressaltar divergências importantes. Para Kelso e Duman (1992, p. 233) o principal ponto de cisão associa-se à origem das forças que desencadeiam as crises: para Veblen ela se situa na queda nos lucros (entradas de caixa), enquanto para Minsky ela se situa na crescente fragilidade da estrutura financeira (saídas de caixa). Com efeito, a descrição do ciclo em Veblen enfoca uma análise da crise como decorrência da redução de receita de vendas: a ruptura ocorreria a partir da redução dos fluxos monetários de receita – ou da percepção dos credores acerca disso –, consequência da dinâmica de preços no mercado de bens. Já em Minsky são as mudanças nas condições dos mercados financeiros os fatores determinantes. A piora nessas condições inflaria o volume dos pagamentos financeiros decorrentes do corpo de obrigações anteriormente adquirido pelas unidades econômicas ou dificultaria as condições para rolagem da dívida em unidades especulativas e *Ponzi*.

Porém, a divergência revela-se de fato quando buscamos analogias entre as bases conceituais dos autores. A tentativa de interpretar a relação entre capitalização

e capacidade de ganho no esquema vebleniano em termos do conceito de fragilidade financeira minskyana é um exemplo. O alinhamento entre capacidade de ganho e capitalização efetiva, isto é, quando a empresa se encontra em uma situação equilibrada ( $t_0$  no Gráfico 1), poderia ser pensado como uma posição *hedge* ou como o atendimento da condição de sobrevivência minskyana. A perspectiva de um aumento na capacidade de ganho ( $t_1$ ) levaria a uma expansão dos investimentos que estaria associada a um maior nível de endividamento considerando o novo estado de expectativas ( $t_2$ ). Com a ruptura da fase de prosperidade, endogenamente influenciada pelo esgotamento das possibilidades de obtenção de lucros extraordinários, a sobrecapitalização se revela, induzindo à liquidação generalizada e materializando um processo de crise.

Se tomarmos essa analogia como válida, a complexidade da análise minskyana é perdida. O principal *insight* de Minsky diz respeito a combinações de posições financeiras que permitem uma conexão entre a dimensão microeconômica, no nível dos agentes, e a dimensão macroeconômica. Para Minsky, a todo momento os agentes vão se distribuir em diferentes posturas financeiras, lidando com sua restrição de sobrevivência de forma distintas. Não que não seja possível fazer uma analogia com Veblen, dado que a sobrecapitalização pode ser diretamente associada a uma violação desta condição, mas isso se dá num nível algo binário – *hedge* vs. *Ponzi* (falência). Nesse sentido, a descrição minskyana do processo de crise traz uma complexidade que representa uma descrição mais pormenorizada do mundo real – especialmente no contexto do capitalismo contemporâneo.

A tipologia minskyana das unidades financeiras pode ser, assim, compreendida como um refinamento fundamental da análise das crises como fenômenos endógenos do capitalismo. Isso reforça a ideia de que não houve um “momento Minsky”: sua análise é mais geral e refinada que isso sugere. A incorporação de elementos institucionalistas em seu núcleo apenas reforça esse caráter.

## Referências

- Carvalho, F. J. C. (2016) "Is this 'it'? An outline of a theory of depressions", *Brazilian Journal of Political Economy*, 36(3), p. 451-469. <http://dx.doi.org/10.1590/0101-31572015v36n03a01>
- Carvalho, F. J. C. (2020) "*Keynes e o Pós-Keynesianos: princípios de macroeconomia para uma economia monetária de produção*". Rio de Janeiro: Alta Books.
- Cassidy, J. (2008) "The Minsky moment", *The New Yorker*, 4 fev. Disponível em: <https://www.newyorker.com/magazine/2008/02/04/the-minsky-moment>.
- Cavaliere, M. A. R. (2013) "O surgimento do institucionalismo norte-americano de Thorstein Veblen: economia política, tempo e lugar", *Economia e Sociedade* 22(1), p. 43-76. <http://dx.doi.org/10.1590/S0104-06182013000100002>
- Cruz, M. (2007) "The essence of Veblen's social and economic theory, his archimedean lever". *Mimeo*.
- Davidson, P. (1978) "*Money and the real world*". London: Palgrave Macmillan.
- Delli Gatti, D.; Gallegati, M. (1997) "At the root of the financial instability hypothesis: 'induced investment and business cycles'", *Journal of Economic Issues* 31(2), p. 527-534. <https://doi.org/10.1080/00213624.1997.11505943>
- Dequech, D. (2007) "Neoclassical, mainstream, orthodox, and heterodox economics", *Journal of Post-Keynesian Economics* 30(2), p. 279-302. <https://dx.doi.org/10.2753/PKE0160-3477300207>
- Dequech, D. (2011) "Uncertainty: A typology and refinements of existing concepts", *Journal of Economic Issues* 45(3), p. 621-640. <https://doi.org/10.2753/JEI0021-3624450306>
- Dimand, R. W. (2004) "Echoes of Veblen's Theory of business enterprise in the later development of macroeconomics: Fisher's debt-deflation theory of great depressions and the financial instability theories of Minsky And Tobin", *International Review Of Sociology* 14(3), p. 461-470. <https://dx.doi.org/10.1080/0390670042000318313>
- Dow, S. C. (2012) "*Foundations for new economic thinking*." A collection of essays. London: Palgrave Macmillan.
- Earl, P. E. (ed.) (1989) "*Behavioural economics*", vols. 1 e 2. Aldershot: Edward Elgar.
- Henry, J. F. (2012) "Veblen, Minsky and evolutionary economics". *Mimeo*.

- Hodgson, G. (1989), "Post-Keynesianism and institutionalism: the missing link", In: J. Pheby (ed.) *New directions in Post-Keynesian economics*, Aldershot: Edward Elgar.
- Hodgson, G. (1999) "Post-Keynesianism and institutionalism: Another look at the link". In: Setterfield, M. (Ed.) *Growth, employment and inflation: Essays In Honour of John Cornwall*, P. 72-87. London: Palgrave Macmillan.
- Keen, S. (2006) "The recession we can't avoid?", *Mimeo* [Steve Keen's Monthly Debt Report November 2006].
- Kelso, P. R.; Duman, B. L. (1992) "A Veblenian view of Minsky's financial crisis theory", *International Journal Of Social Economics* 19(10/11/12), p. 222-234. <https://doi.org/10.1108/EUM00000000000514>
- Kregel, J. (2008) "Minsky's cushions of safety, systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market", *The Levy Economics Institute Public Policy Brief*, n. 93.
- Lakatos, I. (1977) "*The methodology of scientific research programmes: philosophical papers*" Volume 1. Cambridge: Cambridge University Press.
- Lavoie, M. (2020) "Was Hyman Minsky a Post-Keynesian economist?", *Review of Evolutionary Political Economy* 1, p. 85-101. <https://doi.org/10.1007/s43253-020-00002-7>
- Mehrling, P. (1999) "The vision of Hyman P. Minsky", *Journal of Economic Behavior & Organization* 39, p. 129-158. [https://doi.org/10.1016/S0167-2681\(99\)00029-3](https://doi.org/10.1016/S0167-2681(99)00029-3)
- Minsky, H. P. (1967) "Financial intermediation in the money and capital markets", In: G. Pontecorvo, R. Shay, A. Hart (eds.) *Issues in banking and monetary analysis*, New York: Holt, Rinehart and Winston, p. 33-56.
- Minsky, H. P. (1977a) "The financial instability hypothesis: an interpretation of Keynes and an alternative to 'standard' theory", *Nebraska Journal of Economics and Business* 16(1), p. 5-16.
- Minsky, H. P. (1977b) "A theory of systemic fragility", In: E. Altman, A. Sametz (eds.) *Financial crises*, New York: Wiley.
- Minsky, H. P. (1984) *Can "it" happen again?: Essays on instability and finance*. New York: M. E. Sharpe.
- Minsky, H. P. (1992) "The financial instability hypothesis", *Levy Economics Institute Working Paper*, 74.

- Minsky, H. P. (1996) "Uncertainty and the institutional structure of capitalist economies", *Journal of Economic Issues* 30(2), p. 357-368. <https://doi.org/10.1080/00213624.1996.11505800>
- Minsky, H. P. (2008) *Stabilizing an unstable economy*. New York: McGraw-Hill.
- Papadimitriou, D. B. (2004), *Induced investment and business cycles*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Papadimitriou, D. B.; Wray, L. R. (1999) "Minsky's analysis of financial capitalism", *The Levy Economics Institute Of Bard College Working Paper*, n 275.
- Rutherford, M. (1994) *Institutions in economics: the old and the new institutionalism*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Sent, E.-M. (2004) "Behavioural economics: how psychology made its (limited) way back into economics", *History of Political Economy* 36(4), p. 735-60. <https://doi.org/10.1215/00182702-36-4-735>
- Toporowski, J. (2008) "Minsky's induced investment and business cycles", *Cambridge Journal of Economics* 32(5), p. 725-737. <https://doi.org/10.1093/cje/bem059>.
- Veblen, T. B. (1898) "The instinct of workmanship and the irksomeness of labor", *American Journal of Sociology* 4(2), p. 187-201. <https://doi.org/10.1086/210791>.
- Veblen, T. B. (1899[1994]) *The theory of the leisure class*. London: Penguin Books.
- Veblen, T. B. (1904) *The theory of business enterprise*. New York: C. Scribner's Sons.
- Veblen, T. B. (1908a) "On the nature of capital: investment, intangible assets, and the pecuniary magnate", *The Quarterly Journal of Economics*, 23(1), p. 104-136. <https://doi.org/10.2307/1883967>
- Veblen, T. B. (1908b) "On the nature of capital", *The Quarterly Journal of Economics*, 22(4), p. 517-542. <https://doi.org/10.2307/1884915>
- Veblen, T. B. (1914) *The instinct of workmanship and the State of the industrial arts*. New York: Macmillan.
- Wray, L. R. (2009) "The rise and fall of money manager capitalism: a minkian approach", *Cambridge Journal of Economics* 33(4), p. 807-828. <https://doi.org/10.1093/cje/bep024>
- Wray, L. R. (2016) *Why Minsky matters: an introduction to the work of a maverick economist*. Princeton, NJ: Princeton University Press