

## Investimento induzido e ciclos de negócios



Por FERNANDO NOGUEIRA DA COSTA\*

*Comentário sobre o livro de Hyman Minsky*

*Induction investment and business cycles* é o título da tese de doutorado defendida na *Harvard University* por Hyman Minsky (1919-1996), o teórico financista mais influente na corrente heterodoxa na segunda metade do século XX. Seria orientada por Joseph Schumpeter (1883-1950), considerado um dos primeiros teóricos a considerar as inovações tecnológicas como motor do desenvolvimento capitalista. Por causa de sua morte, a tese foi concluída sob a supervisão de Wassily Leontief (1906-1999), notável por pesquisas sobre como as mudanças em um único setor da economia afetam os demais.

O tema original de sua tese era explorar as relações entre a estrutura de mercado corporativo e os bancos. O projeto foi definido para ser uma investigação macroeconômica, envolvendo o funcionamento das forças conjuntas dos mercados e da demanda agregada e mostrando como a volatilidade da demanda leva a flutuações econômicas, ou seja, ciclo de negócios.

Entretanto, a tese parte de uma análise microeconômica do comportamento das empresas, abrangendo os vários processos de tomada de decisões quanto à entrada e saída de caixa, estrutura de mercado, expansão, vulnerabilidade e sobrevivência. Descarta, de início, o modelo centralizador, onde se consolida o Estado como o agente principal, sendo denominado “de cima para baixo” [*top-down*].

Adota, então, outro modelo, cujo foco se enquadra nos agentes implementadores e seu poder de discricionariedade na efetivação (ou não) de políticas públicas e, por esta razão, é chamado “de baixo para cima” [*bottom-up*]. Hyman Minsky descreve seu objetivo como a formulação de um modelo de mercados de produtos específicos, o qual estabelecerá a base da análise agregada, permitindo-lhe considerar uma série de políticas públicas relevantes para a elaboração de uma teoria de ciclo dos negócios.

Em termos de métodos de análise econômica, eu diria ele ter partido do individualismo metodológico ao focar a iteração (repetição) em decisões microeconômicas, mas suas interações provocam resultantes macroeconômicas em configurações dinâmicas incertas. Ao concluir com a apresentação dos mecanismos de transmissão sistêmica, permite o holismo metodológico, ou seja, a visão do todo pelos analistas.

Para Hyman Minsky, o fator dominante na vida econômica é a interdependência de todas as unidades institucionais e/ou agentes econômicos. Na minha leitura, são as interconexões das finanças pessoais, corporativa, públicas, bancárias e internacionais, as quais propiciam a emergência de um sistema complexo, cujo desafio intelectual é os economistas-financistas decifrarem e ponderarem seus componentes-chaves.

Mas ele, inicialmente, abstrai o Estado e o resto do mundo. Como era praxe, antes da abertura externa diante da globalização do comércio, trabalhou com uma economia fechada. Revisou os modelos convencionais para descrever com

# a terra é redonda

precisão a trajetória da economia em conjunto e fornecer alternativas de política fiscal no enfrentamento da “estagnação secular” ou da “inflação contínua”.

No nível microeconômico de uma empresa, colocou seu investimento como resultante de mudanças na renda interna e agregada. No entanto, padeceu ainda de um “psicologismo, a doença infantil dos psicólogos” (soma de psicólogos e economistas) ao anunciar a estrutura de seu balanço patrimonial e das contas de resultados (lucros e perdas) refletir “a atitude psicológica em relação à tomada de riscos”.

O individualismo metodológico levou à essa exacerbação das “expectativas” psicológicas de tomadores de decisões na história recente do pensamento econômico. Afinal, quantos tomam as decisões coletivas aprovadas em comitês, diretorias e conselhos de administração? Seus comportamentos heterogêneos podem ser reduzidos à uma expectativa, tipo binária: “otimista” ou “pessimista”. Menos, menos...

Demandas de investimento “induzida” é função de decisões de investimento alteradas por mudanças de mercado, associadas a mudanças na renda agregada. Por extensão, quaisquer mudanças de investimento seriam a causa dos ciclos de negócios.

As mudanças de suas fases (ou conjunturas) incluem tanto mudanças na estrutura do mercado quanto o novo contexto resultante da interação incipiente de firmas não homogêneas. Seriam capazes de levar à alteração do investimento.

O “modelo do acelerador”, em economia, considera o investimento dependente da alteração da produção (renda) e/ou da variação do consumo e da relação capital-produto. O modelo minskyano do ciclo econômico estabelece o coeficiente do acelerador ser pró-cíclico.

Esse modelo ajuda a entender como choques iniciais na economia, sejam eles positivos ou negativos, podem se propagar e amplificar por meio de interações entre os multiplicadores e aceleradores. Combina esses dois conceitos: um aumento autônomo nos gastos de investimentos leva a um aumento na produção, esgotando a capacidade produtiva, leva a mais investimentos (efeito acelerador) e, assim por diante, com o efeito multiplicador amplificando o ciclo de expansão nos gastos. Ao contrário, uma diminuição nos gastos autônomos também pode levar a um ciclo de contração.

Empiricamente, esse modelo de multiplicador recebe, entre outras, as seguintes críticas:

(i) simplificações excessivas: não refletem a complexidade real da economia, como a suposição de todos os aumentos de gastos resultarem em aumentos lineares de produção; (ii) inobservância dos efeitos de longo prazo: o modelo tende a se concentrar em efeitos de curto prazo, negligenciando as dinâmicas de longo prazo influentes na resposta da economia aos choques de gastos; (iii) rigidez de preços e salários: o modelo assume ajustes instantâneos nos preços e salários, entretanto, muitos são rígidos e não se ajustam rapidamente a mudanças na demanda; (iv) efeito do déficit orçamentário: aumento nos gastos do governo leva a preocupações sobre dívida pública e sustentabilidade fiscal, afetando a confiança dos investidores.

(v) Dependência de circunstâncias acima da trajetória: os efeitos multiplicadores podem variar a depender do contexto macroeconômico, da fase do ciclo econômico e da composição dos gastos, tornando impreciso o impacto do multiplicador; (vi) propensões a consumir e expectativas: se forem pessimistas, os efeitos do multiplicador podem ser atenuados pela forma como consumidores, empresas e governo interpretam e respondem aos choques de gastos; (vii) vazamento via importações: parte dos gastos pode destinar para outros países na forma de importações, reduzindo assim o impacto multiplicador na economia doméstica; (viii) limitações em economias abertas: os efeitos do multiplicador são afetados por fatores externos, como taxas de câmbio e fluxos de comércio, modificar a relação entre gastos e produção.

Portanto, o modelo de multiplicador keynesiano possui limitações e deve ser interpretado com cuidado, considerando as complexidades do mundo real e as múltiplas variáveis ao longo do tempo futuro. Nos anos 1950s, Hyman Minsky focalizou

# a terra é redonda

a estrutura de custo da empresa, operando por meio de salários, conforme mudam, devido às flutuações no emprego e ao grau de atividade de investimento.

No entanto, Hyman Minsky se torna vanguarda ao destacar: as posições de capital previamente criadas devem ser financiadas. A disposição e a capacidade de uma empresa de absorver perdas incorridas por seus passivos dependem dos fluxos de caixa atuais e futuros e das posições dos balanços. Estas são uma função da demanda passada, presente e futura.

Como a estrutura do mercado muda ao longo do tempo, também mudam as condições de financiamento de uma empresa, ditadas por sua estrutura de balanço particular. Determina o grau de sua vulnerabilidade e, em última análise, sua sobrevivência.

Recursos para investimento podem ser obtidos de três fontes: capital próprio, lucros retidos em reservas e crédito. Juntamente com seus usos, descrevem a estrutura do balanço patrimonial (passivos e ativos) da empresa.

A teoria econômica usual ignora as finanças corporativas e assume um princípio de comportamento único para todas as empresas: a maximização do lucro. Ora, em uma economia de endividamento bancário, a minimização das perdas é mais sustentável...

O distinto do tratamento de Hyman Minsky do ciclo de negócios, diante da teoria tradicional, é a determinação do coeficiente do acelerador de investimento não apenas pelos fatos estilizados da interação renda-demanda, mas também pelos efeitos das condições de financiamento de uma empresa. Esta distinção é, sem dúvida, a origem da originalidade do pensamento de Hyman Minsky ao levantar sua famosa “hipótese da fragilidade financeira”.

\***Fernando Nogueira da Costa** é professor titular do Instituto de Economia da Unicamp. Autor, entre outros livros, de *Brasil dos bancos* (EDUSP).

## Referência

---

Hyman Minsky. *Induction investment and business cycles*. Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2005, 288 págs (<https://amzn.to/3RiuXkv>).

---

**A Terra é Redonda existe graças aos nossos leitores e apoiadores.**

**Ajude-nos a manter esta ideia.**

**[CONTRIBUA](#)**