

unesp  UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA

“JÚLIO DE MESQUITA FILHO”

Faculdade de Ciências e Letras

Campus de Araraquara - SP

Mayara Garcia de Oliveira

**A CRISE FINANCEIRA DE 2008: uma reflexão a
partir da teoria da fragilidade financeira de
Hyman Minsky**



ARARAQUARA – SÃO PAULO

2013

Mayara Garcia de Oliveira

**A CRISE FINANCEIRA DE 2008: uma reflexão a
partir da teoria da fragilidade financeira de
Hyman Minsky**

Trabalho de Conclusão de Curso (TCC)
apresentado ao Conselho de Curso de Ciências
Econômicas, da Faculdade de Ciências e Letras
– Unesp/Araraquara, como requisito para
obtenção do título de Bacharel em Ciências
Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Elton Eustáquio
Casagrande

ARARAQUARA – SÃO PAULO

2013

MAYARA GARCIA DE OLIVEIRA

**A CRISE FINANCEIRA DE 2008: UMA
REFLEXÃO A PARTIR DA TEORIA DA
FRAGILIDADE FINANCEIRA DE HYMAN
MINSKY**

Trabalho de Conclusão de Curso (TCC)
apresentado ao Conselho de Curso de Ciências
Econômicas, da Faculdade de Ciências e Letras
– Unesp/Araraquara, como requisito para
obtenção do título de Bacharel em Ciências
Econômicas.

Data da entrega: 14/11/2013

MEMBROS COMPONENTES DA BANCA EXAMINADORA:

Presidente e Orientador: Prof. Dr. Elton Eustáquio Casagrande
UNESP – Campus de Araraquara

Membro Titular: Prof^ª. Dr^ª. Ana Elisa Périco
UNESP – Campus de Araraquara

Local: Universidade Estadual Paulista - Faculdade de Ciências e Letras
UNESP – Campus de Araraquara

Dedico esta monografia a todos aqueles que, apesar de todas as adversidades, tornaram meu caminho mais fácil de ser percorrido, nunca me deixando duvidar que eu fosse capaz de atingir meus objetivos

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço aos meus pais pelo amor incondicional nesses meus vinte e um anos de vida. A eles, Márcia e Moaci, meu agradecimento pelos puxões de orelha, o incentivo, a força quando nada parecia dar certo, o alento quando as dúvidas surgiam, as intermináveis conversas sobre a vida, as horas de choro no telefone. Obrigada por cada esforço que fizeram por mim, cada ensinamento e cada lição de vida que fizeram de mim quem eu sou hoje. Eu não seria nada sem vocês e, por isso, obrigada por serem meus pais.

Agradeço a toda a minha família, que mesmo com todo o receio e apreensão me apoiaram na decisão de sair de casa e ir buscar novos ares. Obrigada por se preocuparem e me apoiarem sempre.

Agradeço a todas as pessoas incríveis que conheci nesses quatro anos de Araraquara. Aos amigos que fiz no primeiro ano e aqueles que apareceram há poucos meses. Aos colegas de classe e as pessoas que conheci em festas. Obrigada por fazerem desses quatro anos essa experiência tão incrível, com tantas histórias para contar e ajudarem a construir a economista, e a pessoa, que eu vou levar de Araraquara.

Agradeço, em especial, a: Danielle, Jéssica, Marjorie e Yara. Eu não sei o que teria sido a minha vida araraquarense sem vocês! Obrigada pelas horas intermináveis de conversas, pela comilança, pelos passeios, pelo apoio, pelas risadas, pela companhia, pela amizade, por tudo. Meu agradecimento a vocês por serem essas pessoas maravilhosas que apareceram na minha vida e as quais eu quero levar para sempre.

Agradeço a todos os professores pela paciência e dedicação em passar a complexa ciência da economia para nós. Obrigada ao meu orientador, Prof. Elton Casagrande e, em especial, aos professores Alexandre Sartoris, José Ricardo Fucidji e Mário Bertella que me fizeram admirá-los, e a entender a abrangência e beleza da economia, a cada aula.

E, finalmente, agradeço a Deus por ter me colocado nesse caminho e me permitido viver momentos de apreensão, dúvida, receio e, principalmente, felicidade nessa aventura inesquecível que foram meus anos em Araraquara.

“Aquele foi o melhor dos tempos, foi o pior dos tempos; aquela foi a idade da sabedoria, foi a idade da insensatez, foi a época da crença, foi a época da descrença, foi a estação da luz, a estação das trevas, a primavera da esperança, o inverno do desespero; tínhamos tudo diante de nós, tínhamos nada diante de nós, íamos todos direto para o Paraíso, íamos todos direto no sentido contrário”

(Charles Dickens, 1997, p.19)

RESUMO

Essa monografia tem por objetivo a utilização do arcabouço teórico desenvolvido por Hyman P. Minsky para o entendimento do conceito de fragilidade financeira observada no sistema capitalista. Pretende-se explicitar a noção de instabilidade intrínseca a que o capitalismo está sujeito e que é responsável pela geração dos mais diversos ciclos econômicos – períodos de bonança e *crashes* que atingem as economias mundiais - em especial a iniciada nos Estados Unidos e que avassalou o sistema econômico mundial em 2008. Para tanto, foram feitas análises da teoria de ciclos econômicos e instabilidade financeira, além de avaliações históricas, sobre o maior movimento de crise financeira desde a Grande Depressão.

Palavras – chave: Hyman Minsky. Hipótese da Fragilidade Financeira. Crise do *Subprime*.

ABSTRACT

This paper aims to use the theoretical framework developed by Hyman P. Minsky for understanding the concept of financial fragility observed in the capitalist system. It is intended to clarify the concept of intrinsic instability to which capitalism is subject, which is responsible for generating more economic cycles - periods of prosperity and crashes that affect global economies - particularly the one initiated in the United States in 2008. Thus, we made theoretical analysis of the theory of economic cycles and financial instability beyond historical reviews on the biggest financial crisis since the Great Depression.

Keywords: Hyman Minsky. Financial Fragility Hypothesis. Subprime crisis.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1	A teoria microeconômica do investimento de Minsky	18
Figura 2	As fases do ciclo econômico ao longo do tempo	25
Figura 3	Evolução do Índice de Preços dos Imóveis nos EUA de 1997 a 2008	37
Figura 4	Emissão Total de Novas Hipotecas e Participação das Hipotecas <i>Subprime</i> (2001 – 2006)	38
Figura 5	Evolução do Percentual de Hipotecas <i>Subprime</i> Securitizadas (2001 – 2006)	40
Figura 6	Índice de Preços de imóveis (Janeiro de 1991 a Maio de 2008)	41
Figura 7	Variação dos preços dos imóveis e da inadimplência e execuções de hipotecas do segmento <i>subprime</i> 1998-2008	42
Figura 8	Taxa de desemprego anual nos EUA desde 1990	45
Figura 9	Variação trimestral do PIB dos EUA (em %)	46
Figura 10	Meta da Taxa de Juros dos <i>Fed Funds</i>	48

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	10
1 A TEORIA DE HYMAN MINSKY	11
1.1 A inconsistência da síntese neoclássica	11
1.2 Investimento, Financiamento e a Instabilidade Intrínseca do Sistema Capitalista ..	13
1.2.1 Lucros	14
1.2.2 Inovações	15
1.2.3 Investimentos.....	17
1.2.4 Instabilidade	19
1.3 Minsky e as instituições.....	21
2 A FORMAÇÃO DE CRISES NO SISTEMA CAPITALISTA	24
2.1 Os ciclos econômicos	24
2.2 A euforia e o pânico.....	26
2.3 O crash e a recessão.....	29
2.4 Propagação internacional.....	30
2.5 Globalização Financeira	32
3 A CRISE SUBPRIME NOS EUA.....	36
3.1 Antecedentes da crise	36
3.2 A crise.....	40
3.3 A crise de 2008: um “momento minsky”	47
CONCLUSÃO.....	50
BIBLIOGRAFIA	52

INTRODUÇÃO

A teoria da fragilidade financeira desenvolvida por Hyman P. Minsky em suas obras “*John Maynard Keynes*” (1975), “*Can “It” happen again?*” (1982) e “*Stabilizing the Unstable Economy*” (1986) propõe uma alternativa a teoria econômica vigente durante o século XX, a síntese neoclássica. Através de seus livros, Minsky procura explicar a instabilidade como um fenômeno intrínseco a própria atividade econômica, originário do comportamento nada previsível do sistema.

A principal incongruência da síntese neoclássica é não considerar o fenômeno das finanças em sua teoria. Como as economias capitalistas se baseiam na atividade de instituições financeiras, como bancos e bolsas de valores, uma teoria que não considera a necessidade de mecanismos de controle para as atividades econômicas (premissa básica dos mercados financeiros) sofre uma incompletude.

Ao procurar conciliar o movimento da economia com as condições financeiras dos agentes, Minsky conseguiu interpretar o capitalismo como um sistema inerentemente instável. Para ele, as próprias forças intrínsecas da economia a transformam em um sistema composto por oscilações cíclicas (uma sucessão de estados de euforia econômica – os “*booms*”- e recessões) que se sobrepõem entre si ao longo do tempo. Portanto, a economia, sem mecanismos de suporte e regulação, está fadada, naturalmente, à depressão.

A crise financeira iniciada em 2008, proveniente de uma bolha especulativa imobiliária que se formou nos Estados Unidos durante o início dos anos 2000, trouxe profundas perdas não somente a grandes instituições financeiras do mundo, mas ao sistema financeiro capitalista como um todo. Sua trajetória foi tão profunda que suscitou explicações além das estruturas que a síntese neoclássica possuía, consagrando-a como um verdadeiro “momento Minsky”.

Esse trabalho tem como objetivo ampliar o entendimento sobre essa crise financeira utilizando o referencial teórico desenvolvido por Hyman Misky, explicitando o modelo desenvolvido pelo autor e revisando as abordagens publicadas que empregaram seu método. Isso permitirá uma melhor compreensão dos movimentos econômicos intrínsecos ao capitalismo que acabam por gerar momentos de euforia e, ao mesmo tempo, as crises financeiras, especialmente a crise financeira do mercado *subprime* norte-americano que abateu o mundo em 2008.

1 A TEORIA DE HYMAN MINSKY

1.1 A INCONSISTÊNCIA DA SÍNTESE NEOCLÁSSICA

Ao analisar a teoria econômica vigente no período pós Segunda Guerra Mundial, Hyman P. Minsky deparou-se com a predominância de políticas econômicas e sociais que tinham como foco a estabilização do sistema econômico. Tais artifícios eram baseados na premissa de que se uma economia pudesse oferecer a todos uma base segura de preços e nível de emprego, os problemas sociais atingiriam um ponto possível de gerenciamento por parte do governo. Porém, como afirma Minsky (1986), o fato das teorias econômicas serem um produto da imaginação criativa faz com que elas apresentem conceitos e idéias que são resultado do pensamento humano e não, necessariamente, elementos reais, e por isso, a teoria vigente à época não se adequava a realidade, se abstraindo de fatores relevantes existentes no dia a dia, que impediam a conservação de mercados e resultados eficientes.

Assim sendo, a teoria desenvolvida por Minsky procurou atentar para o fato de que os próprios processos econômicos existentes em qualquer sistema eram responsáveis pela geração de ameaças a sua própria estabilidade e que, entretanto, a teoria vigente (a síntese neoclássica) falhava em explicar essa instabilidade, um atributo natural gerado pelo comportamento incoerente do próprio sistema econômico.

A síntese neoclássica, surgida nos anos posteriores a Segunda Guerra Mundial, procurava integrar conceitos da economia clássica com os novos conhecimentos apresentados por Keynes na *Teoria Geral* (1936). Sua ênfase está em políticas fiscais e monetárias ativas e nas forças autocorretivas intrínsecas ao mercado, colocando a economia em uma situação de equilíbrio constante.

A teoria neoclássica estabelece que cada participante do jogo econômico é desprovido de grande força de mercado, ou seja, a interação entre empresas (ao maximizarem seus lucros) e os indivíduos (maximizando o seu bem estar) gera a coerência do sistema. Portanto, o mercado é um sistema que controla a si próprio e, assim, qualquer intervenção ou manobras de controle são desnecessárias.

Para Minsky (1986):

“a teoria é estabelecida de tal modo que qualquer desvio na igualdade de fornecimento e demanda de trabalho seja removido pelas interações de mercado, ou seja, a teoria diz que o nível de pleno emprego é atingido por meio de operações internas da economia. Porém, ela não explica como qualquer desvio inicial é ocasionado. (...) A ênfase está nas interações que contribuem para o equilíbrio e não nos processos que causam desequilíbrios endógenos”. (MINSKY, 1986, p. 164)

Em seu livro “*Stabilizing the Unstable Economy*” (1986), Minsky acredita que por muito tempo considerou-se que a síntese neoclássica era a teoria econômica mais completa para esclarecer fenômenos econômicos que surgiram durante o século XX. Durante determinado período, ela se mostrou eficiente, sendo uma teoria válida para explicar questões econômicas profundas que surgiram na modernidade e que funcionou muito bem na determinação de políticas econômicas. Porém, segundo Minsky, “essa síntese neoclássica deixará de ser apropriada. Ela não poderá explicar os ciclos de negócios com crises incipientes regulares que estamos enfrentando agora como resultado das operações inerentes à economia” (MINSKY, 1986, p.160), ou seja, a teoria falhou ao considerar que a instabilidade é fruto de eventos extrínsecos ao funcionamento do sistema, enfatizando o equilíbrio e tendências equilibradoras ao mesmo tempo em que ignorou a natureza capitalista da economia, como os negócios realizados em mercados como *Wall Street*.

Para garantir a validade dessa síntese neoclássica, as irracionalidades aparentes do sistema devem ser explicadas por fatores externos, como a existência de instituições imperfeitas, empresas com grande força de mercado (monopólios), falhas de governo, erros de julgamento humano, etc.. Ou seja, a síntese neoclássica acredita que a estabilidade econômica é sustentada dentro do próprio sistema, por pequenos ajustes automáticos que garantem a igualdade entre as quantidades de demanda e o fornecimento de produtos e serviços.

Além disso, na visão neoclássica, a especulação, as obrigações financeiras e as condições de financiamentos não têm impacto em nenhuma variável econômica real (como poupança, investimento ou taxa de juros). Assim, adota-se a visão da Teoria Quantitativa da Moeda que afirma que a moeda é estéril e tem como única função facilitar as transações econômicas, ignorando a importância de sua existência e a sua natureza.

Entretanto, uma economia capitalista se fundamenta na existência de instituições e de um sistema financeiro complexo, como bancos e bolsas de valores, que não respondem a esses ajustes intrínsecos do mercado, não funcionando com a coerência exigida pela teoria e por isso, necessitando de controles externos e mecanismos de coordenação a fim de manter o equilíbrio. Minsky (1986) afirma:

“A teoria neoclássica não lida com um conjunto total de relações que deve ser atendido para que uma economia capitalista, com o sistema financeiro complexo, seja coerente. A teoria de preços neoclássica limita-se a explicar como os preços relativos dos produtos atualmente produzidos se ajustam de modo que os mercados os absorvam; as relações financeiras e as que validam os preços de bens de capital, que devem ser atendidas para que uma economia seja coerente, são ignoradas”. (MINSKY, 1986, p.209)

Além do fato de que qualquer economia verdadeiramente capitalista, e até mesmo a própria sociedade, não poder manter-se em constante busca por um equilíbrio diante de ameaças de colapsos iminentes em seus fatores de produção ou de sua estabilidade macroeconômica, a existência do fenômeno das finanças perturba a validade da síntese neoclássica. Mostra-se, assim, a inadequação dessa teoria em explicar a realidade em que está inserida¹, expondo a necessidade de uma nova doutrina que cubra o problema da instabilidade inerente ao sistema e que possa explicar, e principalmente compreender, o fenômeno e as razões que levam aos choques que, eventualmente, atingem a coerência do mercado.

1.2 INVESTIMENTO, FINANCIAMENTO E A INSTABILIDADE INTRÍNSECA DO SISTEMA CAPITALISTA

¹ “A síntese neoclássica tornou-se uma economia capitalista desprovida de capitalistas, de bens de capitais e de mercados financeiros”. (MINSKY, 1986, p.184).

Segundo L. Randall Wray (1992), a visão de Minsky sobre a economia é a de que esta é uma ciência baseada em quatro pilares inter-relacionados: a busca de lucros por parte dos empresários; as inovações financeiras apresentadas pelos bancos; uma teoria financeira sobre a realização dos investimentos; e, finalmente, uma instabilidade criada endogenamente no sistema.

1.2.1 Lucros

O sistema capitalista tem como base as relações comerciais que envolvem troca de dinheiro entre os mais diversos agentes econômicos. Ou seja, a atividade econômica gera fluxos de dinheiro que se divide em uma parte destinada para pagar as dívidas obtidas para o bom funcionamento da produção e outra restante que é a base das decisões empresariais.

Segundo Minsky (1982), o lucro é a parte dos preços que dá suporte para o sistema financeiro como um todo já que gera os fluxos de riqueza nos quais as empresas se respaldam, além de ser responsável pela sinalização de oportunidades de investimentos para essas.

De acordo com a teoria kaleckiana, o lucro dos capitalistas é resultado direto do consumo e investimento realizado por esses. Isso se dá, pois os capitalistas não podem decidir sobre aquilo que irão ganhar, mas sim sobre o que irão gastar². Assim, as firmas se comportam de forma a sempre obterem lucros, onde seu resultado depende das decisões de gastos dos empresários, baseadas em sua renda e na existência de um setor bancário que torne o crédito disponível para o investimento.

O investimento realizado pelos empresários é determinado por expectativas presentes sobre o lucro que procuram receber em um desempenho futuro. Portanto, Minsky considera-o um “*link de tempo*” dentro da economia já que são os responsáveis pela determinação das expectativas de longo prazo dos agentes econômicos.

Para Minsky, um funcionamento normal do sistema é condição necessária para o investimento sustentar o processo de obtenção de lucros – a geração de lucros que paga os

² Aula sobre Kalecki (Universidade de Brasília) – José Luís Oreiro. Disponível em: <http://joseluisoreiro.com.br/site/link/772c7b0154846aaa8f683f23cb8577f177f781b4.pdf>. Acesso em: 30 de setembro de 2013.

débitos contraídos pelos agentes e incentiva o investimento futuro - que é o alicerce da economia capitalista. Portanto, qualquer colapso nos investimentos que possa quebrar essa relação causa uma dificuldade para o cumprimento das obrigações financeiras, gerando uma situação de fragilidade no ambiente econômico.

1.2.2 Inovações

Para Minsky (1982), um período de condições de mercado estáveis é um momento favorável para a introdução de inovações financeiras por parte do sistema financeiro. Segundo Araújo (2012), as inovações costumam ser exploradas a partir desses momentos de estabilidade, caracterizados por baixa demanda por liquidez, pois os agentes se tornam mais ativos, aceitando práticas financeiras mais agressivas.

“Em Minsky, a inovação desempenha um papel crucial, pois a *‘economy is a social organization created either through legislation or by an evolutionary process of invention and innovation’*³” (ARAÚJO, 2012, p. 116). Assim, especialmente diante de um cenário de estabilidade, caracterizado pelo bom desempenho da economia e baixa demanda por liquidez, as instituições financeiras vêem uma oportunidade de usufruir de novas atividades financeiras que tenham como objetivo ampliar sua capacidade de gerar crédito sem, entretanto, ter que ampliar suas reservas.

Portanto, na teoria minskyana, a inovação é vista como endógena ao sistema econômica capitalista, uma vez que é motivada pelos bancos e instituições não financeiras que estão em busca de maiores lucros através de novas práticas financeiras que aumentem sua capacidade de financiamento. Assim, as empresas financeiras não atuam no sistema de forma passiva, ao contrário:

Banks and bankers are not passive managers of money to lend or to invest; they are in business to maximize profits. They actively solicit borrowing customers, undertake financing commitments, build connections with business and other bankers, and seek out funds. (...) a

³ Tradução livre: “A economia é uma organização social criada através de legislação ou através de um processo evolucionário de invenção e inovação” (MINSKY, 1982, p. 7)

*banker is always trying to find new ways to lend, new customers, and new ways of acquiring funds, that is, to borrow; in other words, he is under pressure to innovate*⁴ (MINSKY, 1982, p. 271 citado por ARAÚJO, 2012, p. 117)

Todavia, o caráter inovador e evolucionário do sistema atribui maior complexidade a este, já que abre brechas para que outras empresas financeiras, além de bancos comerciais, possam fornecer, ainda que de forma indireta, acesso ao crédito para os mais diversos tipos de cliente. Logo, “a ampliação do crédito tem implicações profundas sobre o nível de atividade da economia, pois altera as decisões de investimento, bem como os preços dos diversos ativos financeiros e de capital” (ARAÚJO, 2012, p. 118).

Um período de grande inovação financeira pode levar a um aumento dos preços das ações, taxas de juros cobradas nos empréstimos, e diversas modificações profundas no sistema financeiro. Isso, segundo Keynes (1936), tende a promover excessos especulativos sobre o mercado financeiro e, em um estado de expectativas positivas, por partes dos agentes, pode conduzir a um estado de fragilização do sistema econômico.

Deste modo, para Minsky, a atividade bancária existente em qualquer economia capitalista é extremamente desestabilizante, já que altera a estrutura do sistema econômico recorrentemente, através de mudanças nas estruturas de financiamento dos agentes. Assim, de acordo com Minsky:

the main reason why our economy behaves in different ways at different times is that financial practices and the structure of financial commitments change (...) financing practices result in payment commitments that are embodied in contracts that reflect market conditions and expectations that ruled when they were negotiated and signed. The payment commitments come due and are discharged as the economy moves through time, and the behavior and particularly the stability of the economy change as the relation of payment commitments

⁴ Tradução livre: “Bancos e banqueiros não são gestores passivos de dinheiro para emprestar ou investir, pois eles estão no negócio para seus maximizar os lucros. Eles procuram ativamente os clientes de empréstimos, assumem compromissos de financiamento, constroem conexões com empresas e outros banqueiros, e buscam fundos. (...) Um banqueiro está sempre tentando encontrar novas maneiras de emprestar, novos clientes e novas formas de adquirir fundos para empréstimos; em outras palavras, ele está sob pressão para inovar” (MINSKY, 1982, p.271 citado por ARAÚJO, 2012, p.117)

*to the funds available for payments changes and the complexity of financial arrangements evolves*⁵. (MINSKY, 1982, p. 219 citado por ARAÚJO, 2012, p. 120)

1.2.3 Investimentos

Hyman P. Minsky desenvolveu a hipótese da instabilidade financeira baseado em uma interpretação da *Teoria geral* de John Maynard Keynes. Assim como seu predecessor, Minsky percebeu a relação entre investimento e poupança e como esse envolvimento pode dar origem a ciclos dentro da economia.

Para Keynes, os agentes econômicos tendem a diminuir seu nível de liquidez em períodos de crescimento econômico e alta do valor dos ativos financeiros (*booms*) e buscam recuperar seus recursos quando a economia apresenta uma tendência de inversão de suas variáveis.

Minsky procurou explicitar esse movimento de maneira mais profunda ao observar que o sistema financeiro capitalista é extremamente sofisticado e complexo, onde seu desenvolvimento ocorre devido a trocas de dinheiro presente por dinheiro futuro. Assim, observa-se que os agentes econômicos tomam duas decisões baseados em sua disposição a contraírem um endividamento presente devido a necessidade de financiar seus investimentos futuros.

Na *Teoria Geral* (1936), Keynes desenvolveu uma teoria que tem o investimento como variável controladora, através de seu multiplicador, dos ciclos econômicos. Segundo

⁵ Tradução livre: “A principal razão de a nossa economia se comportar de maneiras diferentes em momentos diferentes é que as práticas financeiras e da estrutura dos compromissos financeiros mudam (...) práticas financeiras resultam em compromissos de pagamento que são incorporados em contratos que refletem as condições de mercado e as expectativas que os governaram quando foram negociados e assinados. Os compromissos de pagamento vencem e são descontados conforme a economia se move ao longo do tempo, o comportamento e, particularmente, a estabilidade da economia, mudam conforme a relação entre os compromissos de pagamento e os fundos disponíveis para pagamentos se modifica e a complexidade dos arranjos financeiros evolui.” (MINSKY, 1982, p. 219 citado por ARAÚJO, 2012, p. 120)

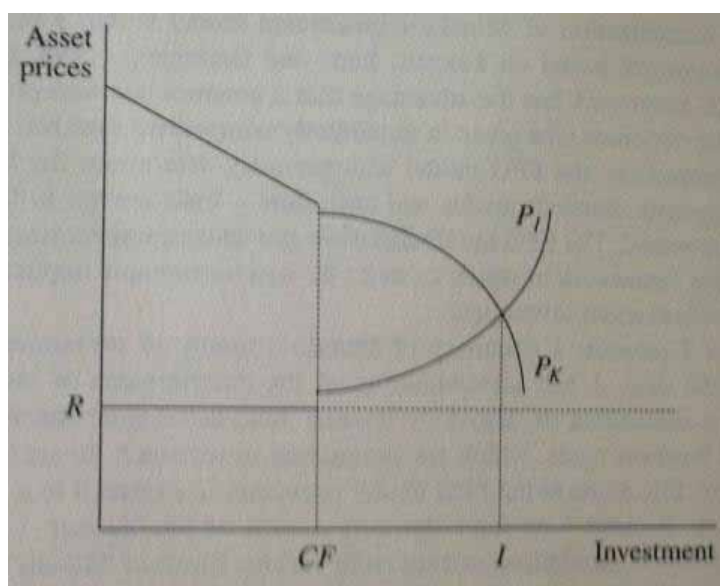
Minsky, em sua análise da teoria keynesiana, a decisão sobre o financiamento do investimento, além do próprio ato de investir, é fundamental, sendo uma combinação de recursos internos (os ativos existentes em portfólio que não são utilizados habitualmente ou fundos de renda gerados durante o período de investimento anterior) e externos (recursos de terceiros provenientes de empréstimos).

De acordo com Minsky (1975; 1982), o nível de investimento a ser realizado pelos capitalistas é determinado por dois conjuntos de preços distintos existentes na economia: o preço de oferta e o preço de demanda dos ativos de capital.

O preço de oferta representa o custo marginal dos projetos de investimento e, portanto, depende das taxas reais da economia, abrangendo variáveis como salários, produtividade do trabalho, *mark-up* aplicado sobre os custos empresariais e os custos de produção. Além disso, envolve o risco do emprestador, um valor concebido de acordo com as expectativas do sistema, que representa uma margem de segurança devido à incerteza presente nos contratos de empréstimos já que esses são sujeitos a decepção da expectativa sobre o pagamento da dívida.

Já o preço de demanda de um ativo é determinado pelos movimentos de oferta e demanda dentro de seu próprio mercado, dependendo de sua liquidez e seu retorno esperado, bem como pelo risco do tomador. Esse risco é subjetivo, pois trata da dúvida do tomador de empréstimo sobre a realização dos ganhos esperados com a consumação do investimento.

Figura 1 - A teoria microeconômica do investimento de Minsky



Fonte: *Financial fragility and investment in the capitalist economy: the economic legacy of Hyman Minsky*, p. 100.

A figura 1 representa a teoria microeconômica do investimento⁶ desenvolvida por Minsky. O eixo horizontal representa a totalidade de investimentos da firma, enquanto o vertical demonstra o preço dos ativos (preço para a realização do investimento). O ponto CF (*cash flow*) representa o nível de investimento ao qual a empresa pode financiar com financiamento interno. Como estes são os recursos internos da firma, sua dimensão é independente dos níveis de investimento a serem realizados pela empresa.

A curva P_I representa preço de oferta dos bens de capital (o custo marginal dos projetos de investimento), enquanto a curva P_K descreve o preço de demanda dos ativos. Os ciclos da economia são condicionados por esses preços, pois “quando o nível de preços de demanda é alto em relação ao nível de preços de oferta, as condições são favoráveis ao investimento” (BAHRY e GABRIEL, 2010, p.32). Assim sendo, o alinhamento entre esses dois preços (I) determina o nível de investimento ótimo da empresa.

A decisão fundamental de uma firma, que influenciará toda a situação da economia, é como financiar suas necessidades de capital (quanto seus recursos próprios cobrem e quanto é necessário adquirir através de empréstimos). Essa decisão define o tamanho da firma, assim como a taxa de crescimento esperada de seus ativos e de suas vendas.

Essa decisão implicará na trajetória do sistema capitalista, já que esse sistema baseia-se nas transações entre firmas e bancos, enquanto esses financiam seus ativos e suas necessidades de financiamento. Como o investimento é uma variável de alta oscilação, já que sofre com a incerteza (que fragiliza a estrutura financeira da economia), as condições financeiras e as diferentes decisões de portfólio (ações controladas pelos agentes), Keynes (1936) considerou-o a causa das flutuações na economia. Assim, a decisão de investimento dos agentes econômicos é o alicerce do funcionamento saudável da economia capitalista.

1.2.4 Instabilidade

⁶ Nomenclatura encontrada no artigo de Steven M. Fazzari, Piero Ferri e Edward Greenberg em “*Financial fragility and investment in the capitalist economy: the economic legacy of Hyman Minsky*”.

Segundo Bahry e Gabriel (2010), a hipótese da instabilidade financeira de Minsky é uma teoria do impacto da dívida sobre a conduta do sistema, incorporando a maneira pela qual essa dívida é validada. Assim, o funcionamento da economia, com a concretização dos lucros esperados pelas empresas, depende do investimento passado efetivamente realizado. Esses, por sua vez, são determinados pela combinação de lucros esperados e dívidas dos agentes.

De acordo com Carvalho (1987) e Vercelli (2001), Minsky desenvolveu a hipótese da fragilidade financeira a partir das decisões econômicas (escolhas de portfólio) de uma unidade financeira sob condições de incerteza. “Sobre as escolhas dos agentes, paira sempre a nuvem da incerteza. (...) Mercados são incertos, e para investimentos em ativos de capital a possibilidade de desapontamento é inevitável” (CARVALHO, 1987, p. 259). Assim, para Vercelli, o grau de fragilidade de uma unidade econômica é medido através da abrangência que um choque inesperado deve ter para mudar dramaticamente o comportamento de uma unidade econômica, induzindo-a a uma situação de insolvência.

Minsky, abrangendo os *insights* de Keynes, demonstra que a decisão de investir é concomitante a escolha de meios de financiamento e que essa decisão pode determinar o grau de vulnerabilidade dos agentes a mudanças inesperadas no ambiente econômico. Seguindo essa abordagem, Minsky determinou três tipos de financiamentos que determinam os níveis de fragilidade das unidades presentes na estrutura financeira do sistema capitalista:

- *Hedge*: uma unidade financeira *hedge* é aquela onde a renda esperada proveniente da utilização de seus ativos de capital é maior do que os seus compromissos financeiros a serem saldados. Ou seja, essas unidades são capazes de honrar, em todos os períodos, suas dívidas, o que as coloca na posição financeira menos frágil existente na economia.
- *Especulativa*: um agente econômico em posição especulativa está em um nível intermediário de fragilidade financeira já que, em determinados períodos, possui compromissos financeiros maiores do que os recursos que espera receber. No geral, essas unidades conseguem saldar apenas os pagamentos relacionados aos juros de suas dívidas com seu fluxo de renda, necessitando de um refinanciamento para saldar o seu principal. Devido a essa característica, essas unidades são vulneráveis a situações de aumento de juros.

- *Ponzi*: a unidade econômica Ponzi apresenta uma renda esperada insuficiente para cumprir até mesmo o pagamento dos juros de suas dívidas. Seu valor de capitalização pode ficar facilmente negativo devido a menor mudança na taxa de juros. Assim, empréstimos externos são imprescindíveis para a concretização dos compromissos financeiros dessa unidade.

Minsky alerta para o fato de, em uma economia capitalista, a mobilidade dos agentes entre as posições financeiras ser possível. Uma mudança inesperada na taxa de juros da economia, ou nos níveis de renda esperada, pode fazer com que o grau de fragilidade financeira da unidade se modifique, mudando-a de posição de acordo com determinado cenário econômico. Logo, a mistura de finanças *hedge*, especulativa e *Ponzi* determinam o nível de estabilidade de determinado sistema econômico, onde seu grau de fragilidade financeira será maior conforme a maior proporção de unidades *Ponzi* e especulativa.

Essa abordagem de comportamento unitário pode ser abrangida para explicar a propagação de uma crise financeira. Em uma economia capitalista, diferentes unidades econômicas estão em constante ligação, ou seja, uma insolvência de determinada unidade que anteriormente ocupava uma posição especulativa pode aumentar a fragilidade financeira de uma unidade distinta. Como a última mantém negócios com outras diversas unidades, a fragilidade pode se espalhar pelo sistema, levando a uma crise financeira.

1.3 MINSKY E AS INSTITUIÇÕES

Ao explicitar sua teoria sobre a inerente instabilidade do sistema capitalista, Minsky surgiu como um autor pessimista, porém não fatalista, sobre a economia. Como as forças dinâmicas do próprio sistema capitalista têm um comportamento inerentemente explosivo, Minsky evidencia a necessidade de administrá-las, e por vezes contê-las, por parte de instituições que determinem limites e pisos institucionais para os movimentos da economia – a “*safety net*”.

Essa estrutura, formada principalmente pelo governo (*Big Government*) e pelo Banco Central (*Big Bank*), é responsável por assegurar a estabilidade e a coerência do sistema que, devido a sua natureza cíclica, sofre constantes altos e baixos de acordo com seus

ciclos de euforia e pânico. Para Minsky, a situação ideal é uma ação em conjunto entre essas duas instituições, pois a sustentação da economia somente por parte do Grande Governo pode ser muito lenta para prevenir movimentos ameaçadores. Assim, as autoridades monetárias devem intervir para sustentar a coerência até que a política fiscal possa exercer seus efeitos.

Nas palavras de Minsky:

Enquanto um Grande Governo (*Big Government*) estabiliza a produção, o emprego e os lucros através de seus déficits, o prestador de última instância estabiliza o valor de ativos e mercados financeiros. (...) A necessidade de operações de prestador de última instância se mostrará geralmente antes que a renda caia drasticamente e antes que os efeitos estabilizadores automáticos e definitivos do Grande Governo entrem em ação. (MINSKY, 1982, p. 38 citado por CARVALHO, 1987, p. 262)

Para Minsky, o Banco Central tem papel fundamental na manutenção da coerência de um sistema que é inerentemente fadado à volubilidade. Para isso, essa instituição deve ser o guia do comportamento das instituições financeiras da economia. De acordo com Wray (1992), Minsky acredita que o objetivo principal de um Banco Central deve ser agir com prestador de última instância para o sistema bancário, assim prevenindo deflação na economia.

Em conjunto com as ações do Banco Central, o governo deve definir políticas fiscais e monetárias adequadas que visem a coesão do sistema financeiro através de pisos e tetos para preços dos ativos e fluxos de lucros. Além disso, a manutenção de déficits governamentais para segurar a demanda agregada em momentos de queda nos investimentos é fundamental para não espalhar o pânico entre a economia.

Entretanto, mesmo que essas políticas de contenção sejam eficazes para dar coerência ao sistema, os agentes estão sempre a procura de lucros, se ajustando as limitações e desenvolvendo novas maneiras (inovações financeiras) de alcançar seus lucros esperados. Portanto, é fundamental que os meios de regulação do sistema estejam constantemente atualizados de acordo com a estrutura financeira vigente.

Logo, de acordo com Minsky, a combinação entre políticas governamentais eficazes e a intervenção do Banco Central como guia para o sistema bancário podem evitar picos de deflação e depressão na economia, validando as expectativas de lucros dos empresários e

incentivando o investimento. Através de reformas institucionais que dêem às autoridades um poder de intervenção preventiva, a coerência do sistema, mesmo que fadada à instabilidade, pode ser controlada, procurando, assim, evitar momentos de depressão e crise.

2 A FORMAÇÃO DE CRISES NO SISTEMA CAPITALISTA

2.1 OS CICLOS ECONÔMICOS

Os ciclos econômicos consistem em flutuações recorrentes e periódicas de um grande número de atividades econômicas em torno de uma determinada tendência de longo prazo. Essas flutuações são periódicas e comuns no âmbito do sistema capitalista, repetindo-se e caracterizando-se por períodos de expansão e contração da atividade econômica.

A teoria desenvolvida por Joseph Schumpeter⁷ sustenta que os ciclos econômicos são endógenos a economia capitalista, na medida em que as flutuações cíclicas não são obra de choques exógenos, mas sim da própria dinâmica do sistema. O empreendedor schumpeteriano é quem rompe o fluxo circular da economia ao realizar inovações em sua produção, dando origem a um *boom* que será seguido por uma crise e, sucessivamente, por uma depressão⁸. As fases básicas do ciclo se pospõem periodicamente e não se pode determinar a duração de cada uma, como afirma Schumpeter:

Duas coisas podem ser chamadas de periodicidade. Em primeiro lugar, o simples fato de que todo *boom* é seguido por uma depressão, toda depressão por um *boom*. Mas isso minha teoria explica. Ou, em segundo lugar, pode-se chamar assim a duração efetiva do ciclo. Mas isso nenhuma teoria pode explicar numericamente porque obviamente depende dos dados concretos do caso individual. No entanto, minha teoria dá uma resposta geral: o *boom* termina e a depressão começa após a passagem do tempo que deve transcorrer antes que os produtos dos novos empreendimentos possam aparecer no mercado. E um novo *boom* se sucede à depressão, quando o processo de reabsorção das inovações

⁷ Schumpeter, J. A. *Business Cycles*. 1939.

⁸ Schumpeter definiu quatro fases básicas para um ciclo econômico: *boom*; *recessão*; *depressão*; e *recuperação*.

estiver terminado. (SCHUMPETER, 1997, p. 202 citado por ARAÚJO, J. M. B., 2012, p. 24).

Figura 2 - As fases do ciclo econômico ao longo do tempo.



Fonte: Wikinveste⁹

Já para Keynes, “o ciclo econômico deve, de preferência, ser considerado o resultado de uma variação cíclica na eficiência marginal do capital” (KEYNES, 1996, p. 293 citado por ARAÚJO, J. M. B., 2012, p. 24). Isso significa que os ciclos econômicos são resultados dos níveis de investimento da economia, sujeitos as expectativas que os agentes formam perante os retornos que terão no longo prazo. Porém, devido ao papel da incerteza, intrínseca a economia, as bases pra essas expectativas são precárias, colocando o sistema a mercê de qualquer tipo de variação repentina.

O apanhado teórico desses autores mostra que os ciclos econômicos são originados dentro da dinâmica própria do capitalismo, sendo motivados endogenamente. Portanto, entende-se que:

⁹ Disponível em:

<http://associacaodeinvestidores.com/wikinveste/index.php?title=Imagem:Gr%C3%A1ficocicloeconomicos.JPG>. Acesso em: 02 de agosto de 2013.

O comportamento normal de uma economia capitalista é *cíclico*. A rigor não se pode falar de um *ciclo*, mas do *processo cíclico*, no qual um movimento ascendente necessária e regularmente engendra seu oposto e vice-versa. A economia está sempre em algum estágio identificável do ciclo numa sucessão infinita de estados. (CARVALHO, 1989, p. 747, grifo do autor citado por ARAÚJO, J. M. B., 2012, p. 27).

2.2 A EUFORIA E O PÂNICO

De acordo com a teoria desenvolvida por Minsky (1986), um momento de crise se inicia com um “*desordenamento*” na atividade econômica habitual, um choque exógeno ou algum evento exterior de porte significativo que seja responsável por mudanças de horizontes, expectativas, comportamentos e, principalmente, oportunidades de lucro em pelo menos um setor econômico relevante. Com isso, abrem-se oportunidades de novos ganhos em determinadas linhas da economia subjugando outras mais tradicionais. Como resultado disso, empresas e indivíduos detentores de crédito migram de setor, em busca de maiores ganhos.

O crescimento da demanda por esse setor gera pressão sobre os seus ativos financeiros, que graças ao intenso interesse por maiores lucros passaram a ser objeto de especulação. Seus preços sobem, propiciando o aparecimento de maiores lucros e instigando e atraindo cada vez mais novos investidores. Para Kindleberger (2000), é nesse momento que se instaura o movimento de “euforia” na economia.

Kindleberger (2000), citando os estudos de Adam Smith e seus contemporâneos, classifica o sentimento de euforia que atinge os agentes econômicos como um movimento de *overtrading*. Com os agentes vendo seus vizinhos absorverem cada vez mais lucros devido a seus investimentos nesses setores “eufóricos”, instala-se um sentimento de otimismo na economia, aumentando a confiança dos agentes que passam a procurar os mesmos investimentos, excitando a especulação desenfreada e afastando-os de seu comportamento normalmente racional.

A especulação amiúde se desenvolve em duas etapas. Na primeira, de investimento controlado, donas de casa, firmas e investidores ou outros protagonistas respondem a um desordenamento limitado e racional; na segunda, os ganhos de capital desempenham um papel predominante: A primeira atração é pelos juros altos, mas essa atração logo se torna secundária. Há um segundo apetite por lucros maiores provindos da venda do principal. (KINDLEBERGER, 2000, p.35)

A situação de alta vai se alimentando de si própria até o momento que se dá a formação das “bolhas especulativas”, um estado de perda de racionalidade ou até mesmo insanidade ou histeria por parte dos agentes.

Para Minsky (1986), o *boom* é alimentado por uma expansão de crédito bancário que aumenta a oferta total de dinheiro na economia, aumentando a velocidade das manias especulativas dos agentes. Durante períodos de euforia, a qualidade das estruturas de débito tende a se deteriorar devido à ação das instituições financeiras de aceitar passivos que diminuem a liquidez e que não seriam aceitos em um clima normal, mas que são acolhidos nesse momento devido a gana de se acompanhar a euforia da economia. Portanto, esse crédito, devido a sua natureza duvidosa, é muito instável, trazendo instabilidade para todo o sistema.

Conforme o *boom* especulativo prossegue, as taxas de juros, a velocidade de circulação da moeda e os preços continuam a subir, com as novas oportunidades de lucros sendo aproveitadas até o exagero. Em determinado estágio, a alta se torna excessiva, com alguns agentes, devido a algum acontecimento corriqueiro, tomando a decisão de realizar seus lucros e vender seus títulos. Isso gera uma “aflição” no sistema financeiro, trazendo hesitação para os demais agentes participantes da bolha, os quais passam a encarar a perspectiva dos perigos da falência e a possibilidade de não terem como cumprir seus compromissos na medida em que os preços dos títulos se nivelam.

Nessa fase iniciam-se as dificuldades financeiras, caracterizando uma situação de perigo para todo o sistema, onde as empresas passam a perceber que seus lucros estão caindo o suficiente para criar a probabilidade de elas não serem capazes de arcar com suas dívidas e a conseqüente deterioração da manutenção de seus créditos. Os mercados tornam-se tensos e a economia deixa o estado de otimismo e encara a perda de confiança por parte dos agentes.

Belluzzo aponta a reação em cadeia dos agentes que espalha o sentimento de dúvida no sistema:

Prevalecendo a confiança no bom andamento dos negócios, o dinheiro que se gasta ou “se aplica” parece fácil de ser recuperado amanhã. Mas amanhã os resultados previstos ontem podem parecer decepcionantes. A confiança é, então, subitamente substituída pelo medo e pelo desejo de proteção. (BELLUZZO, 2009, P.61)

Com a perda de confiança no sistema, as expectativas dos agentes se revertem. Os especuladores percebem que o mercado não será mais próspero e começam a se retirar através da venda de seus títulos. Os preços começam a cair e a corrida por liquidez começa.

Os emprestadores de crédito que incitaram a especulação passam a convocar os especuladores com o objetivo de alcançarem alguma garantia de que os empréstimos realizados sejam honrados. Com isso, os empréstimos deixam de ser atraentes, trazendo dificuldades aos balanços patrimoniais de grandes instituições financeiras, culminando em situações de falência. Todo o sistema de crédito mostra-se instável e os sinais de que uma crise está formando-se passam a ser visíveis.

Kindleberger explicita a situação:

O sistema é de *feedback* positivo. Uma queda nos preços reduz o valor de garantias e induz bancos a convocarem devedores para quitarem seus empréstimos, ou a recusarem novos empréstimos, fazendo com que casas de comércio vendam mercadorias, famílias vendam títulos, indústrias adiem tomadas de empréstimos e os preços caíam ainda mais. Declínio adicional de garantias leva a mais liquidação. Se empresas vão à falência, os empréstimos bancários vão mal, e os bancos quebram. (KINDLEBERGER, 2000, p.137)

Assim está instaurado o estado de pânico na economia.

2.3 O CRASH E A RECESSÃO

Para Belluzo (2009), um movimento de ruptura abrupto de determinado estado de convenções pode resultar em agudas deflações de preços dos ativos comercializados, causando perdas tão mais significativas quanto maior a quantidade desses nas carteiras dos agentes. Como, geralmente, as posições desses agentes estão muito alavancadas graças ao seu apoio na expansão do crédito bancário, a ruptura pode atingir um número considerável de diferentes agentes, gerando desequilíbrios patrimoniais e espalhando as perdas por todo o sistema econômico. Essa é a culminação de uma crise de liquidez, onde a economia atinge um estado de retração do crédito – o *crash*.

Segundo Kindleberger, “Um crash é um colapso dos preços de ativos, ou talvez a falência de uma importante empresa ou banco. Um pânico pode ocorrer em mercados de ativos ou envolver uma corrida de ativos menos para mais líquidos.” (KINDLEBERGER, 2000, p. 136).

Ou seja, ao atingir o estado de pânico devido à especulação eufórica realizada pelos agentes, a economia tende a entrar em uma situação de recessão, sofrendo com o colapso dos preços de seus ativos, antes líquidos.

Kindleberger, citando Raymond Goldsmith¹⁰, define crise financeira como sendo: “uma aguda, breve, ultra cíclica deterioração de todos ou da maioria dos indicadores financeiros – taxas de juros de curto prazo, preços dos ativos, insolvência comercial ou falência de instituições financeiras” (KINDLEBERGER, 2000, p. 5).

Portanto, as crises financeiras, ou recessões, estão associadas aos auges dos ciclos econômicos, significando a culminação dos movimentos que levam a economia a um período de expansão e que sucessivamente resultam em um estado depressivo.

A recessão leva a uma redução de demanda pelos ativos que eram objetos de especulação, desfavorecendo todos aqueles que estavam alavancados na euforia especulativa a que se estava acostumada, incluindo grandes empresas e bancos. Assim, lentamente, o especulador vai ao fundo, trazendo sofrimento para todos os agentes de grande porte que serviram a ele como emprestadores.

Nesse estado, a corrida pela liquidez se inicia, com os preços dos ativos despencando na medida em que aumentam as falências de grandes agentes econômicos. O

¹⁰ Economista americano especializado em dados históricos de renda nacional, poupança e bens financeiros.

pânico se espalha enquanto os agentes passam a perceber a escassez de dinheiro na economia, duvidando da capacidade de a economia suprir a necessidade de demanda por liquidez para que todos possam liquidar seus estoques a preços favoráveis.

De acordo com Kindleberger (2000), o pânico, e com ele a recessão, se espalha até o ponto em que pelo menos uma das seguintes ações aconteça: 1. Os preços caíam tanto que os agentes se vejam obrigados a voltar a ativos menos líquidos; 2. O mercado de ações seja interrompido através de limites para as quedas de preços, fechamento de bolsas de valores ou encerramento de transações; ou 3. Um fornecedor de empréstimo em último recurso (como os Bancos Centrais) obtenha sucesso em convencer o mercado que haverá disponibilidade de dinheiro em volume suficiente para satisfazer a demanda.

Essas ações têm com objetivo restaurar a racionalidade dos agentes, ao mesmo tempo em que tenta trazer de volta a eficiência do mercado. Entretanto, há problemas. A troca de ativos por parte dos agentes pode não ser possível devido a massivas perdas enquanto a interrupção do funcionamento de bolsas de valores pode trazer ainda mais desconfiança aos agentes, agravando o estado de pânico. Já a intervenção de um fornecedor de empréstimo em último recurso é amplamente criticada por economistas devido à crença de livre funcionamento do mercado.

Os ciclos econômicos tendem a se sobrepôr sobre o anterior, onde uma crise, mesmo trazendo grandes perdas e desaparecimento de importantes instituições econômicas (como bancos e empresas), significa o fim de uma etapa. Assim, seguindo a definição dos estágios do movimento de crise criado por Lorde Overstone¹¹, depois da pressão e estagnação que uma recessão traz, espera-se a volta da tranquilidade, em um novo ciclo.

2.4 PROPAGAÇÃO INTERNACIONAL

O processo de globalização econômica que o planeta vivencia nas últimas décadas trouxe a interligação dos mercados financeiros, trazendo vantagens e facilidades para a

¹¹ Lorde Overstone, famoso banqueiro britânico da metade do século XIX, definiu o padrão do movimento de crise nos seguintes estágios: “tranquilidade, melhoria, confiança, prosperidade, excitação, overtrading, convulsão, pressão, estagnação, terminando novamente em tranquilidade” (KINDLEBERGER, 2000, p. 117).

condução de políticas econômicas. Entretanto, essa conexão trouxe também a semente da instabilidade, onde:

O circuito financeiro internacionalizado e operado pelos grandes bancos comerciais, à margem de qualquer regulamentação ou supervisão dos Bancos Centrais, acentuou sobremaneira tendência a superexpansão de empréstimos e o progressivo rebaixamento da qualidade do crédito concedido (BELLUZZO, 2009, p.54).

Assim, a velocidade de propagação e a intensidade de movimentação dos fluxos de capital entre países se dão rapidamente, com qualquer movimento de recessão em um país podendo se propagar facilmente, espalhando o movimento de crise para além de fronteiras nacionais.

Kindleberger, em seu livro *Manias, Pânico e Crashes* (2000), observou que as crises econômicas tendem a ser internacionais, ocorrendo simultaneamente em vários países ou espalhando-se do seu centro de origem para outras nações. Movimentos de expansão, dificuldades ou pânico podem ser transmitidos entre economias nacionais através de uma variedade de conexões, como arbitragem de valores mobiliários, movimentação de dinheiro (sobre várias formas), cooperação entre autoridades e, até mesmo, psicologia dos agentes.

Entre esses, o fator psicológico tem elevado grau de importância na explicação para a velocidade de propagação de movimentos recessivos. Kindleberger explicita:

Boom e pânico em um país parecem induzir boom e pânico em outros, muitas vezes através de canais puramente psicológicos. Assim como uma grande bolha origina outras em um país, uma imensa quantidade de bolhas em um mercado financeiro, parece alimentar a produção de outras bolhas em outros países. O pânico também se movimenta através de condutos psicológicos. (KINDLEBERGER, 2000, p.154)

Portanto, a própria natureza humana pode ser a principal causa de uma crise, com os agentes se comportando baseados em uma espécie de “sentimento de manada”, inundando os mercados com otimismo ou pessimismo exagerados que, em um mundo altamente globalizado, pode levar as baixas provenientes de um momento recessivo para diversas economias do mundo.

2.5 GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

Dominique Plihon¹² definiu a globalização financeira como:

Um processo de interligação dos mercados de capitais aos níveis nacionais e internacionais, conduzindo ao aparecimento dum mercado unificado do dinheiro à escala planetária. A globalização financeira inscreve-se num processo histórico longo e complexo, conduzindo à mundialização da economia. (PLIHON, 2007, p.1)

A globalização é um fenômeno complexo, que tomou dimensão abrangente nos anos 90 graças ao impulso da tecnologia, da comunicação e da informática. Segundo Plihon (2007), esse processo possui três dimensões principais:

- I. Dimensão internacional: A abertura das economias nacionais às mais diversas transações internacionais e ao desenvolvimento de trocas de bens e serviços.
- II. Dimensão multinacional: A mobilidade internacional dos capitais, com a ausência de barreiras para os movimentos internacionais dos fluxos de capitais, mais particularmente os investimentos diretos no estrangeiro (IDE) realizados por empresas multinacionais.
- III. Dimensão global: A penetração crescente de interesses estrangeiros nas economias nacionais, tendendo a reduzir progressivamente às fronteiras dos Estados, enfraquecer as regulações nacionais e desterritorializar as atividades econômicas.

Assim, essa nova ordem propõe mais do que a internacionalização da economia, mas também a mundialização dos processos de produção e dos mercados, onde os agentes econômicos “se tornam ‘atores globais’ cujas decisões e comportamentos parecem escapar a qualquer consideração nacional e parecem ditar a sua lei aos responsáveis políticos nacionais”. (PLIHON, 2007, p.2)

¹² Professor de Economia da Universidade de Paris, França.

A globalização deu origem a um processo de “liberalização dos mercados” que significou não somente a abertura das fronteiras externas dos mercados nacionais, mas também o rompimento dos compartimentos existentes dentro desse próprio âmbito. Conseqüentemente, criou-se um mega-mercado financeiro internacional interligado por modernas redes tecnológicas, funcionando continuamente ao redor do globo.

Essa liberalização dos sistemas financeiros impulsiona os fluxos de capitais entre as economias, facilitados graças às eliminações progressivas de restrições a mobilidade desses capitais. Entretanto, esses fluxos não se orientam pelas necessidades reais das economias (como acontecia no passado), mas por adquirirem um caráter intrinsecamente especulativo.

Para Gentil Corazza¹³:

O processo de globalização financeira é movido por três fatores interligados: o acúmulo de um volume crescente de riqueza monetária e financeira, na forma de ativos com diferentes graus de liquidez e denominados em diferentes moedas; a mobilidade crescente desses ativos, propiciada pelo desenvolvimento extraordinário da informática e das telecomunicações, de tal forma que seu movimento foge aos controles dos bancos centrais; e finalmente, pelo regime de taxas de câmbio flutuantes, que engendram oportunidades extraordinárias de ganhos especulativos (CORAZZA, 2003, p.1)

Ou seja, o processo de globalização trouxe às economias a busca por um “‘regime de crescimento patrimonial’, onde dominam os mercados de ativos e o papel dos investidores institucionais” (CORAZZA, 2003, p. 9) que buscam a acumulação de um capital fictício, expresso em títulos ou ativos financeiros.

Esse capital é considerado “fictício” por não corresponder necessariamente ao movimento do capital real, com seu valor podendo aumentar ou diminuir de forma independente da realidade. A detenção desses ativos garante uma participação nos rendimentos de um patrimônio financeiro. Corazza (2003), citando Chesnais, exemplifica as principais características desse regime de acumulação:

¹³ Economista e professor da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Brasil.

um capital de aplicação financeira altamente concentrado, cuja liquidez lhe confere privilégios e poderes econômicos e sociais consideráveis. Tal capital conquistou posições que lhe permitem influenciar fortemente o nível e a direção dos investimentos produtivos, bem como a repartição da renda, incluindo a participação no lucro das empresas, especialmente através dos fundos de pensão. Ele se apresenta como a fração dominante do capital, que está em condição de comandar as formas e o ritmo da acumulação. A elevação do poder desse capital implicou a formação de configurações sistêmicas novas, com encadeamento macro-micro, no centro das quais se colocam os mercados financeiros e o novo acionariado constituído pelos investidores institucionais. (CORAZZA, 2003, p.9)

Pelo fato de, a época do “nascimento” do processo de globalização, os Estados Unidos serem a potência mundial dominante em termos político-militares, a moeda americana passou a constituir a principal reserva de valor da riqueza financeira global. Assim, a liberalização dos mercados financeiros gerou uma crescente dominação econômica do dólar, a moeda norte-americana, tornando-a a principal moeda dos mercados globalizados.

“O fato de o dólar ser a reserva de valor da riqueza financeira global, a profundidade dos mercados financeiros americanos confere a esta moeda uma procura diferenciada” (CARNEIRO, 1999, p. 11), ou seja, os Estados Unidos, através de sua moeda, assumiram uma posição dominante na ordem econômica internacional. Eles possuem a menor taxa de juros do conjunto do sistema, com os outros países centrais (e principalmente os emergentes) tendo que se adequar a taxa básica norte-americana. Essas taxas de juros são um múltiplo da taxa básica norte-americana, possuindo três componentes: a taxa básica americana, o risco país (risco de crédito classificatório para o país por parte das agências de *rating*) e o risco cambial (premio pago para compensar uma possível desvalorização da moeda doméstica).

Carneiro (1999), citando Belluzo, caracteriza o principal problema do dólar enquanto moeda central do sistema: o caráter devedor líquido do país emissor, os Estados Unidos. Para ele, há existência de profundos, e históricos, déficits por parte desse país criaria problemas para a manutenção da estabilidade do sistema financeiro internacional.

A sustentação do valor do dólar ao redor do globo depende da taxa básica norte-americana e a variação dessa taxa influencia decisivamente na intensidade e direção dos

fluxos de capitais mundiais. Ou seja, para garantir o crescimento da economia global, os Estados Unidos (como centro do sistema) tem que garantir taxas de juros baixas em seu país. Para Carneiro (1999), isso, por sua vez, implica em déficits em transações correntes e a necessidade constante de financiá-los, levando a uma permanente desconfiança, por parte dos agentes econômicos, sobre a trajetória da taxa de juros.

Assim, a propagação do processo de globalização financeira trouxe o aumento da incerteza e, portanto, a instabilidade para o sistema econômico internacional. Para Carneiro, com base nos trabalhos de Aglietta (1995) e Chesnais (1999) apud Carneiro (1999):

a liberalização financeira deu origem a um tipo de capitalismo com menor dinamismo e maior instabilidade quando comparado ao sistema vigente no pós-guerra, e mais ainda, inverteu o sentido de determinação das crises que passaram a originar-se na órbita financeira deslocando-se posteriormente para o plano produtivo. (p. 4)

A instabilidade intrínseca do capitalismo se fez pior com o advento da globalização, já que a ausência de controle sobre os movimentos de capitais, as taxas de juros desiguais e a existência de riscos país elevados e diferenciados afetou a capacidade doméstica de fazer política econômica.

Para Plihon (2007), a globalização financeira trouxe dois problemas principais: a distribuição desigual e desenfreada dos recursos financeiros sobre o planeta e a instabilidade que perturba o crescimento da economia mundial. Para os teóricos sobre esse processo, o sistema e os agentes econômicos atuais devem tomar ações com o objetivo de melhorar o funcionamento dos mercados, enquadrando o papel correto para as finanças e reformando as instituições financeiras internacionais a fim de manter a estabilidade que o sistema exige.

3 A CRISE *SUBPRIME* NOS EUA

3.1 ANTECEDENTES DA CRISE

Para a economia norte-americana, a década de 90 foi marcada por duas grandes tendências econômicas: a baixa inflação, que incentivou o banco central norte-americano, o *Federal Reserve* (FED) a manter baixas taxas de juros básicas – resultando assim em baixos retornos para bancos e outras instituições; e a intensa competição entre bancos e outras instituições financeiras, que estavam em busca de maiores ganhos em um cenário marcado pela liberalização financeira.

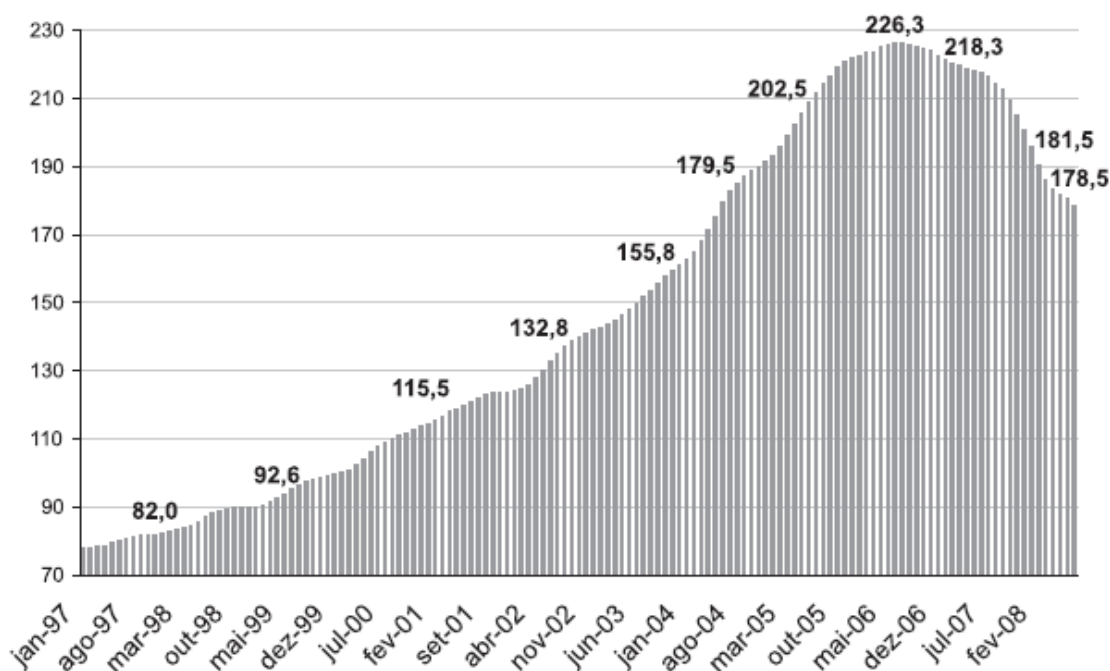
Os bancos e instituições financeiras passaram a buscar novos mercados, mais promissores, onde garantissem maiores lucros, mesmo com a perspectiva de riscos ascendentes. Os bancos desenvolveram novos instrumentos financeiros, os produtos financeiros estruturados, que tinham como objetivo viabilizar a constituição de um amplo mercado secundário para novos empréstimos bancários. Com o desenvolvimento de novos produtos e diferentes técnicas de gestão do risco, as operações de bancos e instituições financeiras atingiram seu ápice, vendendo operações de crédito para mercados auspiciosos.

Segundo o grupo de conjuntura da FUNDAP (2008), esses novos produtos viabilizaram a ampliação da liquidez no mercado de crédito, mas também potencializaram o risco de crise sistêmica, já que eram contratos amplamente interconectados, envolvendo diversos agentes econômicos e segmentos do mercado financeiro. Além disso, afetaram a qualidade da avaliação e os meios de monitoramento dos tomadores de crédito.

Nesse cenário, um mercado que surgiu como extremamente promissor foi o mercado de financiamento imobiliário dos Estados Unidos. Segundo Carvalho, no *Dossiê da Crise* (2008) desenvolvido pela Associação Keynesiana Brasileira, o estoque de hipotecas no país rondava a casa dos 10 trilhões de dólares no início dos anos 2000, contando com o suporte de empresas para-estatais (a *Fannie Mae* e *Freddy Mac*). De acordo com dados de Borça e Torres (2008), entre 1997 e 2006, os preços dos imóveis nos Estados Unidos se elevaram de forma contínua, chegando até mesmo a triplicar (Figura 3).

Figura 3 - Evolução do Índice de Preços dos Imóveis nos EUA de 1997 a 2008

(Jan. 2000 = 100 – Dados até Agosto de 2008)



Fonte: S&P/Case-Shiller Home Price Índices citado por BORÇA e TORRES, 2008, p. 135.

Porém, por esse mercado ser essencialmente bem desenvolvido e de crescimento relativamente lento, as instituições financeiras tiveram que buscar novos meios de ampliá-lo e auferir novos ganhos. Em face dessa necessidade, o mercado foi aberto a um novo tipo de tomadores de crédito, os clientes *subprime*. Carvalho (2008) caracteriza o termo *subprime* como:

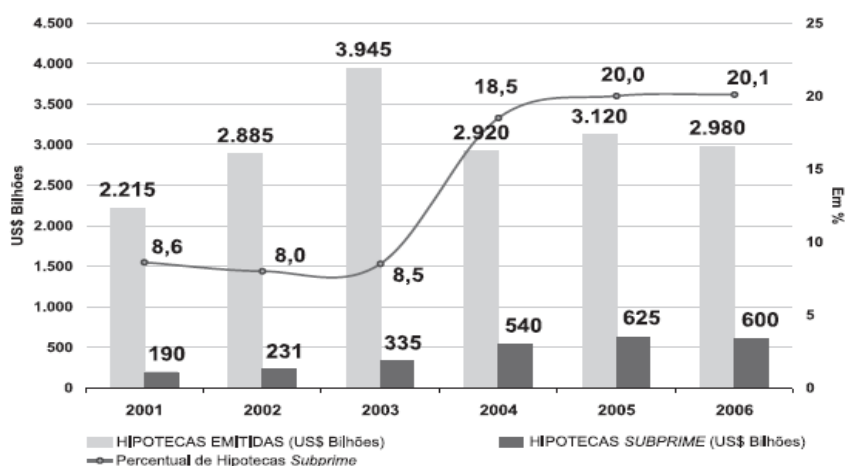
Contratos de financiamento de compra de residências, chamados de hipotecas residenciais, são contratos de longa duração, em que o próprio imóvel é dado em garantia do empréstimo. O comprador não se torna proprietário do imóvel até que o pagamento seja completado. Se o comprador der um calote, o financiador simplesmente retoma o imóvel, podendo então revendê-lo para recuperar seu prejuízo. O banco financiador da hipoteca normalmente não deseja retomar o imóvel. (...) Para reduzir as chances de ter de retomar o imóvel, o banco que emprestava a hipoteca, tradicionalmente, fazia uma análise detalhada da ficha de crédito do candidato a financiamento, examinando sua renda, seu crédito na praça, suas perspectivas profissionais etc. de modo a reduzir a chance de efetuar um empréstimo a alguém que não pudesse pagar de

volta o dinheiro tomado. Os tomadores que não preenchessem essas condições não receberiam empréstimos. O termo *subprime* identifica precisamente os indivíduos que não teriam renda, ou garantias, ou história de crédito que justificassem a concessão do empréstimo. Em outras palavras, essas eram as pessoas que ficavam de fora do mercado de financiamento de imóveis, por falta de qualificações suficientes para convencer as instituições financeiras de que eram um risco aceitável. (CARVALHO, 2008, p.17).

A quantidade de pessoas cuja situação econômica abrangia essa condição era muito grande e, portanto, representavam um mercado com enorme potencial para financiamentos imobiliários. Além de atuarem como novos tomadores de empréstimos, sua situação previa mais riscos, e por conseqüência, trariam maiores retornos, já que teriam que pagar taxas maiores que as do mercado normal.

Para Carvalho, o fato de a economia norte-americana manter-se em crescimento ou estável a maior parte do tempo entre os anos 80 e 2006 foi imprescindível para o aceite dessas pessoas no mercado de crédito. A expansão desse tipo de hipoteca (Figura 4) foi impulsionada por inovações financeiras que puderam viabilizar sua negociabilidade, como os modelos estatísticos (baseados em séries temporais) utilizados para análise dos indivíduos, que calculavam o sucesso desses empréstimos baseando-se em uma situação de prosperidade. Assim, os modelos partiam do pressuposto que “como a economia norte-americana foi bem no passado, ela iria bem para sempre” (CARVALHO, 2008, p. 18).

Figura 4 - Emissão Total de Novas Hipotecas e Participação das Hipotecas Subprime (2001 – 2006)



Fonte: BORÇA e TORRES, 2008, p. 137.

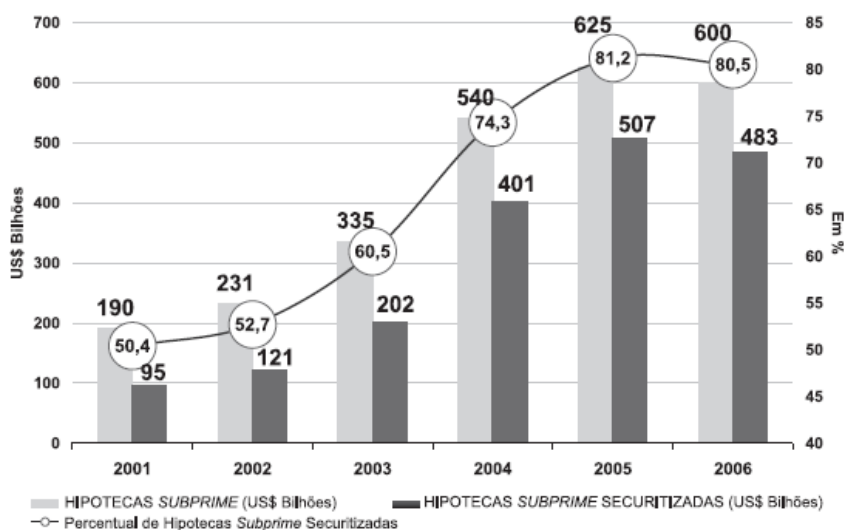
Devido ao elevado risco que esses clientes representavam, a maior parte desses financiamentos foi feita sem as garantias tradicionalmente oferecidas pelo governo federal norte-americano. Portanto, o crescimento do mercado de hipotecas foi financiado pela obtenção de recursos com a venda de títulos por agentes privados, como bancos e instituições financeiras, no mercado de capitais.

Para tranquilizar o mercado sobre a inserção desses clientes que antes eram considerados “perigosos”, ocorreram alterações na regulamentação do setor, onde os bancos e financeiras usaram métodos para disfarçar as hipotecas *subprime*, em um processo chamado de *securitização*. Carvalho explica:

Toma-se um certo número de contratos de hipotecas, que prometem pagar uma determinada taxa de juros, para usar como base, ou lastro, de um título financeiro (cuja remuneração é baseada nos juros pagos pelo tomador da hipoteca). Esse título é, então, vendido para fundos de investimento, famílias ricas, empresas com dinheiro para aplicar, bancos, etc. (CARVALHO, 2008, p. 19).

Os agentes que adquirem esses empréstimos, em geral, não estão cientes do risco que estão comprando, pois não têm acesso as hipotecas que servem de lastro no processo. Com o intuito de seguir com o processo de securitização, bancos e instituições financeiras passaram a cobrar taxas de juros baixíssimas para atrair clientes, aumentando-as drasticamente somente após a decorrência de algum tempo de contrato. Esses contratos de hipotecas funcionam de forma híbrida, combinando juros fixos (que vigoram nos anos iniciais do acordo) com juros flutuantes (cobrados no restante dos anos firmados em contrato).

Figura 5 - Evolução do Percentual de Hipotecas Subprime Securizadas (2001 – 2006)



Fonte: BORÇA e TORRES, 2008, p. 137.

“Em geral, a taxa de juros fixa que vigora nos anos iniciais é inferior à taxa de mercado, o que amplifica o efeito de elevação do custo financeiro do empréstimo para o tomador, quando se inicia o período de juros flutuantes” (FUNDAP, 2008, p. 7). Assim, muitos agentes aceitaram tomar essas dívidas na esperança da possibilidade de arcar com os pequenos juros, surpreendendo-se com a subida astronômica que acontecia depois de algum tempo. A gradativa elevação dessa taxa básica de juros foi o que aconteceu a partir de 2004, “saindo do patamar de 1% ao ano, em maio de 2004, para 5,25% a.a., em junho de 2006” (BORÇA e TORRES, 2008, p. 139) atingindo seu ápice e iniciando a situação de crise.

3.2 A CRISE

Em junho de 2006, procurando manter os riscos de pressão inflacionária estabilizados, o FED (Banco Central norte-americano) elevou sua taxa de juros em 0,25 pontos percentuais, atingindo o patamar de 5,25% a.a.. Essa foi uma manobra monetária arriscada que gerou dúvidas entre todos os agentes financeiros estadunidenses, já que eram elevadas as incertezas sobre as perspectivas do mercado imobiliário do país (altamente aquecido nos anos anteriores, mas que já apresentava sinais de desgaste).

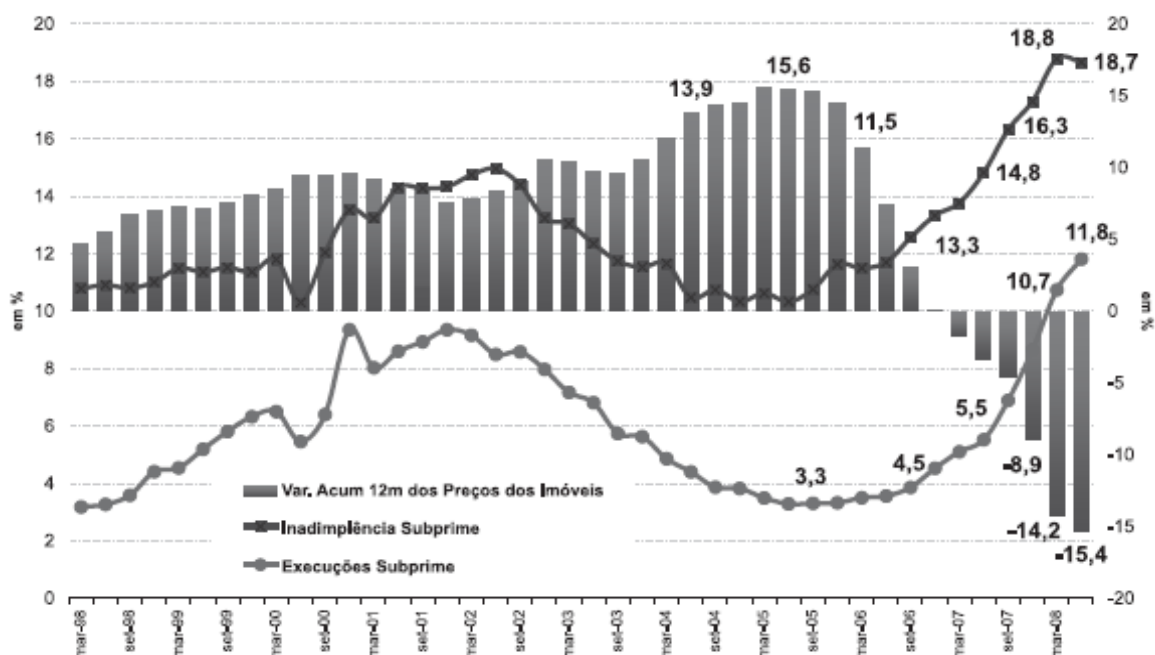
Esse sentimento se confirmou com a desaceleração desse mercado a partir de meados de 2006, onde “depois de alcançar vendas de mais de 8,5 milhões de imóveis residenciais no quarto trimestre de 2005, o mercado iniciou uma trajetória de queda” (BORÇA e TORRES, 2008, p. 144). Essa diminuição de ritmo no mercado imobiliário, graças ao encarecimento do crédito, afastou compradores, causando uma decadência no valor dos imóveis a partir de 2007 (Figura 6), o que dificultou a renegociação das hipotecas *subprime* por parte dos clientes com dificuldades. Segundo Borça e Torres, muitos desses clientes já não podiam pagar suas hipotecas na época de menores taxas, portanto não puderam cobrir essa elevação de custos, aumentando as taxas de inadimplência e levando os detentores dos empréstimos a se verem obrigados a executar suas hipotecas (Figura 7).

Figura 6 - Índice de Preços de imóveis (Janeiro de 1991 a Maio de 2008)

Ano	% a. a.
1991	1,88
1992	2,18
1993	3,11
1994	2,59
1995	3,03
1996	2,96
1997	3,45
1998	5,64
1999	5,88
2000	6,75
2001	6,56
2002	7,35
2003	7,47
2004	9,05
2005	8,82
2006	3,32
2007	-1,27
mai/08	-2,37

Fonte: LIMA e MATHIAS, 2009, p.20.

Figura 7 - Variação dos preços dos imóveis e da inadimplência e execuções de hipotecas do segmento subprime 1998-2008



Fonte: BORÇA e TORRES, 2008, p. 149.

Diante da ausência de informações claras sobre o tamanho das perdas que essa inadimplência geraria e o temor do descumprimento das dívidas, um sentimento de “pânico” passou a se espalhar, lentamente, sobre os investidores, que correram para resgatar suas aplicações em fundos imobiliários, ao mesmo tempo em que pararam de renovar suas aplicações em papéis desse setor, causando uma expressiva desaceleração de crédito. Isso deixou grandes bancos e seguradoras do país (além de estrangeiros) expostas ao risco imobiliário, já que sua posição estava bastante alavancada dada a grande quantidade dos papéis de dívida que detinham. Ao perceber as dimensões de suas perdas, os bancos viram seus custos de captação se elevarem, o que dificultou, até mesmo, a tomada de empréstimos interbancários, gerando o começo de uma crise de liquidez no sistema financeiro norte-americano.

De acordo com a reportagem especial sobre a crise da *BBC News*, no primeiro semestre de 2007, a economia norte-americana passou a dar sinais de alerta sobre a extensão da crise no setor imobiliário, já que importantes bancos de investimentos (como o *BNP Paribas*) e empresas especializadas em hipotecas *subprime* informaram que não tinham como honrar os ativos de seus investidores. Esse foi o primeiro sinal real de que os

bancos haviam parado de emprestar dinheiro entre si, secando as fontes principais de financiamento. Ao final desse ano, grandes grupos bancários já revelavam perdas bilionárias com o mercado *subprime* (o grande grupo financeiro *Citigroup* perdeu cerca de US\$ 3,1 bilhões nos primeiros meses de crise) e elevada exposição à inadimplência, impulsionando a crise e colocando em risco o crescimento econômico proposto para o ano seguinte.

Conforme o passar dos meses do ano de 2008, a crise se aprofundou, atingindo fortemente as maiores economias do planeta e causando perdas irreparáveis para o sistema econômico mundial. Além de quebras e vendas de grandes bancos (como a venda do *Bear Stearns* por um valor irrisório¹⁴), a crise passou a afetar outros setores da economia, como o imobiliário comercial, crédito ao consumidor e dívidas de empresas – todos atingidos pela falta de contratos de hipotecas acessíveis, assim como uma profunda queda de confiança do consumidor na possibilidade de recuperação breve do sistema.

A partir do segundo semestre de 2008, a crise atingiu seu ponto mais crítico, obrigando os bancos centrais dos países atingidos a tomarem medidas drásticas para a contenção do movimento recessivo que passava a dominar suas economias. Em um dos maiores resgates econômicos da história econômica dos Estados Unidos, as autoridades financeiras se viram forçadas a intervir para ajudar os dois maiores credores do país, *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, agências privadas garantidas pelo governo norte-americano que, em conjunto, administravam carteiras de ativos da ordem de US\$ 5 trilhões – cerca de 40% do total do mercado de hipotecas¹⁵.

Em setembro, o banco *Lehman Brothers*, o quarto maior banco de investimentos norte-americano, declarou prejuízos no patamar de US\$3,9 bilhões no terceiro trimestre de 2008. Dias depois, após a negativa do governo em oferecer respaldo financeiro para uma possível operação de compra da instituição, o *Lehman Brothers* entrou com um pedido de concordada na Corte de Falências de Nova York, tornando-se o primeiro grande banco a entrar em colapso graças à crise de crédito.

Após a quebra de tamanha instituição e a decisão das autoridades norte-americanas de não prover o apoio financeiro que esta necessitava, a crise se agravou profundamente. Bancos e empresas foram tomados por um forte pânico que dominou os mercados globais

¹⁴ O *Bear Stearns*, o quinto maior banco de *Wall Street*, foi adquirido por seu maior rival *JP Morgan Chase* por US\$240 milhões em um acordo apoiado por US\$30 bilhões emprestados pelo banco central norte-americano. Um ano antes, o *Bear Stearns* valia US\$18 bilhões.

¹⁵ Fonte: BORÇA e TORRES, 2008, p. 131.

ao mesmo tempo em que cresciam as preocupações e desconfianças com relação à solvência do sistema bancário norte-americano e seus impactos recessivos sobre a economia real. Assim, até mesmo instituições financeiras que possuíam condições financeiras saudáveis passaram a ter dificuldade em obter novos recursos de crédito. “Nesse sentido, a quebra do *Lehman Brothers* é, efetivamente, o ponto nevrálgico de agravamento da crise financeira” (BORÇA e TORRES, 2008, p. 132).

Após a falência do *Lehman Brothers*, o governo norte-americano mudou de postura devido ao risco de ataque ao já debilitado sistema econômico, adotando ações pontuais para a contenção da crise financeira. Para suprimir o agravamento dos movimentos recessivos, o Tesouro dos EUA determinou um plano de resgate do sistema no valor de US\$700 bilhões para a compra dos ativos imobiliários contaminados (ilíquidos) dos bancos, assim reparando de uma vez o sistema financeiro – a maior intervenção nos mercados desde a Grande Depressão de 1929¹⁶.

Apesar dos esforços do governo norte-americano, não houve muita mudança no cenário econômico. Os números apresentados por empresas dos diversos setores da economia norte-americana frisavam os temores de uma contaminação geral devido à crise *subprime*. Os mercados voltaram a apresentar turbulências, alcançando, por vezes, um estado de pânico generalizado, com quedas recordes nos principais índices e bolsas de valores do mundo.

Em 1º de dezembro de 2008, a Agência Nacional de Pesquisa Econômicas (NBER) dos EUA declarou a recessão da economia norte-americana¹⁷. O instituto concluiu que o ciclo de expansão da economia, que durou 73 meses, havia acabado, colocando os EUA em um estado recessivo, iniciado em dezembro de 2007. Essa decisão foi amparada pelos dados negativos da atividade manufatureira e de construção norte-americana, além dos dados sobre o PIB real e o desemprego nos EUA – os números mostravam que em nenhum ano desde a Segunda Guerra Mundial havia-se perdido tantos postos de trabalho como em 2008¹⁸.

¹⁶ Fonte: BBC News.

¹⁷Notícia publicada no site do jornal Folha de São Paulo. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/foha/dinheiro/ult91u473929.shtml>. Acesso em: 08 de setembro de 2013.

¹⁸ Fonte: BBC News. Disponível em: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7820164.stm>. Acesso em: 08 de setembro de 2013.

Figura 8 - Taxa de desemprego anual nos EUA desde 1990

Fonte: BBC News publicado por *US Department of Labour*

No início do ano de 2009, as perspectivas de crescimento e recuperação das economias continuavam em baixa. A eleição de um novo presidente norte-americano exigiu mudanças e uma retrospectiva da situação econômica do país. As perdas chegaram a atingir a indústria automobilística, onde a General Motors entrou com um pedido de proteção contra falência, marcando o maior fracasso de uma indústria norte-americana.

Com o passar dos meses desse ano, graças a constantes e pontuais interferências do governo e do banco central norte-americano, a economia começou a apresentar sinais de uma lenta melhora. Entretanto, as conseqüências do brusco abalo sofrido nos anos anteriores não puderam ser superadas, totalizando uma variação total negativa no ano - atingindo um patamar de 2,4% menor do que o ano anterior, onde o crescimento positivo atingiu 0,4% - apesar do crescimento positivo nos últimos trimestres (Figura 9), prometendo uma melhora da situação econômica nos anos seguintes.

Figura 9 - Variação trimestral do PIB dos EUA (em %)



Fonte: G1 Notícias retirado de Departamento de Comércio dos EUA¹⁹

Em 2011 foi lançado o *Report on the Causes of the Financial Crisis*²⁰, um relatório oficial realizado pela comissão instaurada pelo governo norte-americano para descobrir as causas da crise, que estabeleceu que a crise era evitável já que foi resultado de ações humanas, omissões e equívocos que ignoraram os sinais de alerta da economia. Phil Angelides, presidente da Comissão, declarou:

*“Despite the expressed view of many on Wall Street and in Washington that the crisis could not have been foreseen or avoided, there were warning signs. The greatest tragedy would be to accept the refrain that no one could have seen this coming and thus nothing could have been done. If we accept this notion, it will happen again”*²¹ (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p.1)

¹⁹ Disponível em: http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL1468434-9356,00-PIB+DOS+EUA+FECHA+COM+QUEDA+DE+A+MAIOR+DESDE.html. Acesso em: 08 de setembro de 2013.

²⁰ Disponível em: http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-news/2011-0127-fcic-releases-report.pdf. Acesso em: 08 de setembro de 2013.

²¹ Tradução livre: “Apesar do ponto de vista de muitos em *Wall Street* e em *Washington* ser o de que a crise não poderia ter sido prevista ou evitada, havia sinais de alerta. A maior tragédia seria aceitar o refrão de que ninguém poderia ter previsto isso e, portanto, nada poderia ter sido feito. Se aceitarmos essa noção, isso irá acontecer novamente” (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p.1).

A crise *subprime*, em 2013, ainda apresenta conseqüências para a maioria das grandes economias mundiais. Não se sabe, exatamente, qual foi a perda total sofrida pelo sistema econômico mundial, mas suas seqüelas e impactos ficarão por muitas gerações. Esse movimento de recessão que tomou as economias mundiais no fim da primeira década dos anos 2000 demonstrou a fragilidade do sistema capitalista a que se estava acostumado, chamando a atenção para a necessidade de reformas nas instituições e no sistema financeiro se o desejo for a prevenção de perdas tão irreparáveis como as sofridas pela agitação iniciada no mercado imobiliário norte-americano.

3.3 A CRISE DE 2008: UM “MOMENTO MINSKY”

Em uma de suas principais obras, “*Can It happen again?*” (1982), Minsky discorre sobre a possibilidade de uma crise financeira de grandes proporções (“*It*”) abalar a economia mundial novamente (ele se refere especialmente a Grande Depressão de 1929). Por isso, desenvolve uma teoria que mostra as falhas intrínsecas do capitalismo, demonstrando que a “estabilidade do sistema é instável”. Nesse contexto, a crise *subprime* de 2008 fez ressurgir os ensinamentos minskyanos, já que mostrou que sim, “*It*” pode acontecer novamente.

Segundo Lima e Mathias (2009), dois elementos do arcabouço teórico de Minsky podem ser encontrados no decorrer dos acontecimentos que culminaram na crise de 2008. Um deles seria o de que as crises seriam resultados de ciclos econômicos com início em uma fase de *boom* - onde a economia apresenta um cenário favorável, com forte aquecimento e grande espaço para a especulação – que se propaga até que algum evento exógeno mude o panorama, levando os agentes a buscarem a liquidez e a incitarem a fase de colapso. Expandindo essa visão, Bonatto²² demonstra cinco fases do modelo de Minsky para o ciclo econômico que aconteceram durante a primeira década dos anos 2000, culminando na situação de crise: desordenamento; *boom*; euforia; lucro; e pânico.

²² Autor de artigo sobre a crise e o momento Minsky. Disponível em: <http://www.gerenciamentoeconomico.com.br/economia/a-crise-e-o-momento-minsky/>. Acesso em: 26 de outubro de 2010.

Para o autor, o “desordenamento” ocorre quando os investidores ficam animados sobre algo novo no cenário financeiro, levando-os a uma exaltação sobre suas perspectivas econômicas. No caso da economia norte-americana, isso aconteceu com a política de redução das taxas de juros por parte do FED no início dos anos 2000 (como visto na figura 9).

Figura 10 - Meta da Taxa de Juros dos Fed Funds

Data	Taxa (%)
02/02/2000	5,75
16/05/2000	6,50
03/01/2001	6,00
11/12/2001	1,75
06/11/2002	1,25
25/06/2003	1,00
30/06/2004	1,25
14/12/2004	2,25
02/02/2005	2,50
13/12/2005	4,25
31/01/2006	4,50
29/06/2006	5,25
18/09/2007	4,75
11/12/2007	4,25
22/02/2008	3,50
30/04/2008	2,00

FONTE: LIMA e MATHIAS, 2009, p.9.

Com o custo dos empréstimos e taxas hipotecárias em patamares baixíssimos, a economia passou por um período de forte progresso, com crescimento do investimento e consumo muito intenso. Esses movimentos levaram a fase de “euforia”, onde bancos e outros credores passaram a liberar cada vez mais crédito para devedores de maiores riscos.

Para Bonatto, essa euforia deu origem a grandes lucros para bancos e outras instituições, o que passou a atrair cada vez mais agentes distintos para o mercado *subprime*, aumentando a oferta de crédito e também a fragilidade do sistema. Isso levou o FED a adotar uma política de aperto monetário, para controlar a inflação que veio com o aquecimento da economia, através de aumentos graduais da taxa de juros.

O aumento da taxa básica de juros contribuiu para desencadear a fase de pânico do ciclo, onde o colapso de preços, o acúmulo de dívidas e a busca por liquidez dos agentes econômicos levaram a falência e quebra de grandes empresas e bancos importantíssimos para a economia norte-americana.

O segundo elemento traçado por Lima e Mathias (2009) seria a liberalização financeira, onde o advento das inovações financeiras, em um quadro de desregulação, contribuiria para a fragilização do sistema. Por muitos anos prevaleceu, no sistema financeiro norte-americano, o ideário liberatório, onde era constante a presença de diversas inovações por parte das instituições financeiras em busca de maiores lucros. No caso da crise de 2008, em especial, a securitização que permitiu que hipotecas virassem títulos, podendo ser negociadas em mercados secundários, foi um dos condicionantes da crise, contribuindo para a fragilização do sistema financeiro.

“Momentos como este da crise norte-americana de 2007 servem para apontar que existem imperfeições no mercado e que os preços não fornecem explicações para o próprio mercado e que este não é eficiente” (LIMA e MATHIAS, 2009, p. 16). A crise de 2008 pode ser considerada um “momento Minsky” por concernir exatamente com sua hipótese de instabilidade financeira, mostrando a necessidade de se analisar as atividades econômicas de uma forma distinta a que se está acostumada. O sistema não é automaticamente eficiente e, sem intervenções e prudência, está fadado ao insucesso.

CONCLUSÃO

Hyman Minsky, inconformado com a pobreza teórica da teoria econômica de sua época (a síntese neoclássica), já que essa não explicava os momentos de fragilidade do sistema capitalista, desenvolveu uma teoria onde demonstra a inconsistência natural do sistema. Para o autor, os próprios processos econômicos existentes em qualquer sistema são responsáveis pela geração de ameaças a sua própria estabilidade e, assim, a doutrina econômica vigente deve explicar, e compreender, a instabilidade inerente a que o capitalismo esta fadado.

Minsky demonstra como a economia capitalista é composta de ciclos - flutuações periódicas de um grande número de atividades econômicas em torno de uma determinada tendência - originados dentro da dinâmica do próprio capitalismo. Essas flutuações se repetem ao longo do tempo, com sucessões de períodos de expansão (*booms*) e contração da atividade econômica.

Devido à grande ligação entre os agentes econômicos, e a incerteza a que estão sujeitos ao tomarem suas decisões, um momento de contração da economia, normalmente iniciado por um “desordenamento” externo, pode espalhar insolvência e busca por liquidez através do sistema, aumentando sua fragilidade financeira e espalhando o pânico entre as unidades econômicas. Assim, instaura-se uma situação de crise financeira.

A crise do *subprime* de 2008 foi um movimento de baixa que seguiu todos os preceitos minskyanos. A economia norte-americana passou por um amplo aquecimento durante os primeiros anos da década, graças a políticas monetárias de seu Banco Central, o *Federal Reserve* (FED). Assim, os lucros em determinados setores da economia se ampliaram significativamente, especialmente no ramo imobiliário, atraindo diversas instituições financeiras. Para aumentar seus ganhos, bancos e outras instituições ampliaram a oferta de crédito na economia, incluindo em seus balanços clientes que, outrora, eram considerados de grande risco – o cliente *subprime*.

A inclusão de clientes que representavam alto risco, além da presença de diversas inovações financeiras para a obtenção de maiores lucros, aumentou consideravelmente a fragilidade do sistema financeiro em vigência. Essa fragilidade foi escancarada no momento em que, seguindo uma nova política monetária, o FED aumentou a taxa de juros básica do país, que levou ao início da situação depressiva da economia norte americana.

A crise de 2008 trouxe perdas incalculáveis para o sistema financeiro capitalista – o cenário econômico mundial sofreu com perdas arrebatadoras de lucros, quebras de grandes bancos e empresas milionárias e danos aos cofres públicos das maiores economias do mundo. Entretanto, nada disso foi tão profundo e estarrecedor quanto a quebra de confiança dos agentes no sistema financeiro, um sentimento que poderá levar a uma nova visão sobre o sistema capitalista como um todo.

BIBLIOGRAFIA

- ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. *Dossiê da Crise*. Disponível em: <http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.
- ALBERINI, D. V. e BOGUSZEWSKI, L. D. *Por Dentro do Subprime: a crise imobiliária americana e seus impactos na economia brasileira*. Vitrine da Conjuntura, Curitiba, v.1, n.2, Abril, 2008.
- ARAÚJO, J. M. B. *Inovação e ciclos econômicos em Schumpeter e Minsky*. 2012. 147 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade Federal de Alagoas, Maceió, 2012.
- BAHRY, T. R. e GABRIEL, L. F. *A hipótese da instabilidade financeira e suas implicações para a ocorrência de ciclos econômicos*. Revista Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, v.14, n.1, p.27-60, 2010.
- BBC NEWS. *Timeline: Credit crunch to downturn*. Disponível em: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/7521250.stm>. Acesso em: 06 de maio de 2013.
- BELLOFIORE, R. e FERRI, P. *Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy – The Economic Legacy of Hyman Minsky, Volume II*. Northampton: Edward Elgar Publishing, 2001.
- BELLUZO, L. G. M.. *Os antecedentes da tormenta: origens da crise global*. São Paulo: Editora UNESP, 2009.
- BONATTO, A. R. *A crise e o Momento Minsky*. Disponível em: <http://www.gerenciamientoeconomico.com.br/economia/a-crise-e-o-momento-minsky/>. Acesso em: 26 de outubro de 2013.
- BORÇA JUNIOR, G. R. e TORRES FILHO, E. T. *Analisando a crise do subprime*. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 129-159, Dez. 2008.
- CARDIM de CARVALHO, F. J. *Economia monetária e financeira*. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- CARDIM de CARVALHO, F. J. *Keynes, a instabilidade do capitalismo e a teoria dos ciclos econômicos*. 1989. In: ARAÚJO, J. M. B. *Inovação e ciclos econômicos em Schumpeter e Minsky*. 2012. 147 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade Federal de Alagoas, Maceió, 2012. P. 27.

- CARNEIRO, R. *A globalização financeira: origem, dinâmica e perspectivas*. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, Campinas, n.90, 1999.
- CORAZZA, G. *Globalização Financeira – a utopia do mercado e a re-invenção da política*. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/encontro2003/artigos/A24.pdf>. Acesso em: 02 de agosto de 2013.
- DICKENS, C. *O conto das duas cidades*. São Paulo: Círculo do Livro, 1997.
- FAZZARI, S. e PAPADIMITRIOU, D. B. *Financial Cnditions and Macroeconomic Performance*. New York: M.E. Sharpe Inc., 1992.
- FUNDAP, Grupo de Conjuntura. *A crise do mercado das hipotecas subprime nos EUA*. Disponível em: <http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap/pdf/conjuntura/A%20crise%20do%20mercado%20subprime.pdf>. Acesso em: 15 de agosto de 2013.
- GODINHO, M. S. *Os antecedentes da crise econômica*. Revista SJRJ, Rio de Janeiro, v.17, n.28, p. 97-116, 2010.
- KEYNES, J. M. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. 1996. In: ARAÚJO, J. M. B. *Inovação e ciclos econômicos em Schumpeter e Minsky*. 2012. 147 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade Federal de Alagoas, Maceió, 2012. P. 24.
- KINDLEBERGER, C. P. *Manias, pânico e crashes: um histórico das crises financeiras*. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2000.
- LIMA, D. B. T. e MATHIAS, J. F. C. M. *Uma interpretação da crise subprime segundo a abordagem de Hyman Minsky*. Disponível em: <http://www.ppge.ufrgs.br/akb/encontros/2009/59.pdf>. Acesso em: 26 de outubro de 2013.
- LOURENÇO, A. L. C. *O pensamento de Hyman P. Minsky: alterações de percurso e atualidade*. Economia e Sociedade, Campinas, v.15, p.445-474, 2006.
- MINSKY, H. *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press, 1975.
- MINSKY, H. *Can “It” happen again? Essays on Instability and Finance*. New York: M.E. Sharpe, 1982.
- MINSKY, H. *Stabilizing the Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.
- PLIHON, D. *A globalização financeira*. Disponível em: http://www4.fe.uc.pt/ciclo_int/doc_06_07/dominique_plihon.pdf. Acesso em: 02 de agosto de 2013.

- SCHUMPETER, J.A. *Teoria do Desenvolvimento Econômico*. 1997. In: ARAÚJO, J. M. B. *Inovação e ciclos econômicos em Schumpeter e Minsky*. 2012. 147 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade Federal de Alagoas, Maceió, 2012. P. 24.
- WRAY, L.R. *Minsky crisis*. From The New Palgrave Dictionary of Economics, Online Edition, 2011.
- WRAY, L. R. *Minsky's Financial Instability Hypothesis and the Endogeneity of Money*. 1992. In: FAZZARI, S. e PAPADIMITRIOU, D. B. *Financial Cnditions and Macroeconomic Performance*. New York: M.E. Sharpe Inc., 1992.