



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
INSTITUTO DE ECONOMIA

DANIELLE FERNANDES DOS SANTOS SILVA

Crise econômica de 2008 nos Estados Unidos: uma abordagem à luz  
da teoria minskyana

CAMPINAS  
2020



DANIELLE FERNANDES DOS SANTOS SILVA

Crise econômica de 2008 nos Estados Unidos: uma abordagem à luz  
da teoria minskyana

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à  
Comissão de Graduação do Instituto de  
Economia da Universidade Estadual de  
Campinas para obtenção do título de Bacharel  
em Ciências Econômicas, sob orientação do  
Prof. Dr. Roberto Alexandre Zanchetta Borghi.

CAMPINAS  
2020

Ficha catalográfica  
Universidade Estadual de Campinas  
Biblioteca do Instituto de Economia  
Mirian Clavico Alves - CRB 8/8708

Si38c Silva, Danielle Fernandes dos Santos, 1997-  
Crise econômica de 2008 nos Estados Unidos : uma abordagem à luz da teoria  
minskyana / Danielle Fernandes dos Santos Silva. – Campinas, SP : [s.n.], 2020.

Orientador: Roberto Alexandre Zanchetta Borghi.  
Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Estadual de  
Campinas, Instituto de Economia.

1. Minsky, Hyman P., 1919-1996. 2. Crise financeira global, 2008-2009. 3.  
Ciclos econômicos. I. Borghi, Roberto Alexandre Zanchetta. II. Universidade  
Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Informações adicionais, complementares

**Título em outro idioma:** 2008 economic crisis in the United States: an approach in the light of  
the Minskyan theory

**Palavras-chave em inglês:**

Minsky, Hyman P., 1919-1996  
Global Financial Crisis, 2008-2009  
Business cycles

**Titulação:** Bacharel

**Banca examinadora:**

Simone Silva de Deus

**Data de entrega do trabalho definitivo:** 22-12-2020

## RESUMO

A crise econômica que eclodiu em 2008 e atingiu diversos países, principalmente os Estados Unidos, foi originada a partir das incertezas sobre a situação dos balanços das instituições financeiras americanas. A crise que inicialmente parecia restrita ao segmento de hipotecas de alto risco (*subprime*) rapidamente se espalhou para os demais segmentos do mercado financeiro dos Estados Unidos e configurou-se como a pior crise financeira desde a crise de 1929. Hyman Philip Minsky foi um dos principais economistas da segunda metade do século XX que discorreu sobre a instabilidade do sistema econômico capitalista e seu caráter endógeno. As contribuições de Hyman Minsky acerca das crises financeiras e sua ligação com os ciclos econômicos foram de grande importância não apenas na academia, mas também no meio financeiro, tornando-o importante referência para o estudo das possibilidades de interpretação da crise de 2008. Nesse sentido, esta pesquisa de monografia analisa a crise econômica de 2008 nos Estados Unidos à luz da teoria minskyana, concluindo que, apesar de suas especificidades, essa crise pode ser compreendida a partir de raízes endógenas ao funcionamento do sistema capitalista americano.

**Palavras-Chave:** Teoria Minskyana; Crise Econômica; Ciclo Econômico; Hyman Philip Minsky; Estados Unidos.

## **ABSTRACT**

The economic crisis that has broken out throughout 2008 and affected several countries, mainly the United States, was caused by uncertainties about the situation of the balance sheets of American financial institutions. The crisis that initially seemed to be restricted to the subprime mortgage segment quickly spread to other segments of the United States financial market and became the worst financial crisis since the Great Crash in 1929. Hyman Philip Minsky was one of the main economists of the second half of the 20th century who discussed the instability of the capitalist economic system and its endogenous character. Hyman Minsky's contributions to the understanding of financial crises and their connection to economic cycles were of great importance not only to the academy, but also in the financial world, making him an important reference for studying the possibilities of interpretation of the 2008 crisis. In this sense, this research analyzes the economic crisis of 2008 in the United States in face of the postulates presented in Hyman Minsky's theory, concluding that, despite its specificities, this crisis can be understood through endogenous roots to the functioning of the American capitalist system.

**Keywords:** Minskyan Theory; Economic Crisis; Business Cycle; Hyman Philip Minsky; United States.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço à Universidade Estadual de Campinas, ao Instituto de Economia, e a todos os funcionários que colaboram para transformar vidas através da educação.

Agradeço a todos os professores e professoras que cruzaram a sua história com a minha por me ensinarem muito além do que se pode descrever e por me fornecerem esperança e força para alcançar meus objetivos.

Agradeço aos meus amigos de sempre por serem quem são e por sermos o que somos juntos. Aos novos amigos que fiz nessa jornada, por tornarem essa experiência muito mais leve. À República Aloha, por todo carinho e afeto e por estender o conceito de família. À Associação Atlética Acadêmica XV de Julho, à Bateria Treme Terra e ao time de atletismo pelas memórias.

Agradeço aos meus pais e à minha irmã por acreditarem em todos os meus sonhos e fazerem de tudo para torná-los possíveis, e ao meu sobrinho por mesmo sem saber me encher de vontade de alcançar voos maiores a fim de ser um exemplo para ele.

E, por fim, agradeço a mim mesma por nunca desistir.

*“é claro que quero ser bem-sucedida  
mas não busco sucesso para mim  
preciso de sucesso para conseguir  
leite e mel o suficiente para ajudar  
quem está em volta a chegar lá”*

Rupi Kaur – Outros jeitos de usar a boca,  
2017.

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO .....	8
CAPÍTULO 1 – Fundamentos da fragilidade financeira na obra de Hyman Minsky .....	12
<b>1.1</b> A releitura de Hyman Minsky sobre a Teoria Geral de Keynes .....	12
<b>1.2</b> A Hipótese da Instabilidade Financeira .....	15
<b>1.3</b> Os movimentos de incerteza e especulação .....	20
<b>1.4</b> O papel do <i>Big government</i> e do <i>Big Bank</i> .....	22
CAPÍTULO 2 – A crise econômica de 2008 nos Estados Unidos .....	27
<b>2.1</b> O capitalismo pós 1970 .....	27
<b>2.2</b> A conjuntura dos anos 2000 e os antecedentes da crise .....	30
<b>2.3</b> A securitização das hipotecas <i>subprime</i> .....	34
<b>2.4</b> A reversão do ciclo de crescimento .....	38
CAPÍTULO 3 - O olhar da teoria minskyana sobre a crise econômica de 2008 .....	41
<b>3.1</b> O “Momento Minsky” .....	41
<b>3.2.</b> Os elementos minskyanos na crise econômica de 2008.....	42
CONCLUSÃO .....	50
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	53

## INTRODUÇÃO

Hyman Philip Minsky (1919-1996) foi um dos maiores especialistas em teoria monetária e financeira da segunda metade do século XX. Durante sua trajetória, o autor publicou materiais que forneciam explicação para as características das crises financeiras, que foram atribuídas às oscilações em um sistema financeiro potencialmente frágil. Além disso, elaborou uma teoria do ciclo econômico fundamentando-se especialmente em Keynes (1936), mas se utilizando também de importantes elementos das teorias do risco crescente e da demanda efetiva de Kalecki (1954) e da inovação de Schumpeter (1942). Embora sua pesquisa tenha sido negligenciada pelas teorias econômicas dominantes nas últimas décadas, a crise que acometeu os Estados Unidos em 2008 resgata a importância de seus escritos para a compreensão da dinâmica capitalista.

Como uma das contribuições mais relevantes do autor, destaca-se a Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF). A HIF tem como principais proposições uma economia capitalista que possui um sistema financeiro sofisticado e complexo, bem como a ideia de que comportamentos instáveis são endógenos às economias capitalistas. A instabilidade, portanto, seria algo inerente ao sistema capitalista, não estando relacionada apenas aos choques externos ou a possíveis políticas conduzidas erroneamente.

Dessa forma, inspirado por Schumpeter, as práticas financeiras inovadoras seriam uma das raízes da instabilidade financeira que é inerente ao capitalismo (MINSKY, 1986). Tal dinâmica seria impulsionada pelas atividades *profit-seeking* dos agentes financeiros, cuja busca incessante por lucros e redução de custos os leva a utilizar cada vez mais novos tipos de instrumentos e contratos financeiros.

Para Minsky (1986), a posição particular dos bancos em decorrência das inovações financeiras é consequência da evolução histórica do sistema bancário. Essa evolução culminou no surgimento de um arranjo institucional articulado, integrado e hierarquizado, algo que pode ser transposto para a dinâmica do mercado financeiro como um todo.

De maneira geral, Hyman Minsky, em duas de suas principais obras, “John Maynard Keynes”, de 1975, e “Estabilizando Uma Economia Instável”, de 1986, ocupou-se em estudar o comportamento das finanças no contexto das transformações sofridas pelo sistema econômico ao final da II Guerra Mundial e após as mudanças dos anos 1970, particularmente do ponto de vista institucional. O autor, que discute, em especial, a economia dos Estados Unidos, centro de difusão das inovações financeiras naquele período, observou a deterioração das margens de segurança dentro da economia norte-americana, bem como as mudanças

ocorridas dentro das corporações, organizações e instituições, oriundas de um sistema baseado no *managed money*<sup>1</sup>. O modelo adotado pela economia norte-americana ao longo dos anos 1970, em conjunto com as mudanças estruturais, institucionais e inovações no setor financeiro, ampliou sua fragilidade e instabilidade, pois possibilitaram a geração de crises financeiras mais frequentes, severas e duradouras. Hyman Minsky apresenta, ainda, em seus trabalhos, discussões acerca da criação e distribuição de renda, inter-relações entre estruturas de mercado, bancos e institucionalidades, insegurança econômica, reforma tributária e o papel do Estado.

Assim, sua obra é essencial para o entendimento da dinâmica capitalista. Também serve de arcabouço para a reflexão acerca de recomendações de políticas para conter a instabilidade fundamental inerente ao sistema, assim como para compreender o objeto de estudo da presente pesquisa: a crise econômica de 2008.

A crise que eclodiu no ano de 2008 teve desdobramentos que se alongaram por muito tempo e atingiram os mais diversos países. A crise ocorre em um período que pode ser caracterizado pela tendência à criação de um mercado financeiro global e de intensificação nos fluxos de capitais entre países, característico do movimento da globalização financeira.

Chesnais (1994) destaca que no período de globalização financeira havia um novo regime mundial de acumulação, cujo funcionamento dependia das prioridades do capital privado aplicado na produção de bens e serviços, e do capital financeiro, mantendo-se sob a forma de dinheiro e obtendo rendimento como tal. Como fruto dessa nova fase de internacionalização, Chesnais (1994) implementa o conceito de “mundialização do capital”, caracterizado não apenas pela mundialização das trocas, mas também pela mundialização das operações do capital, em suas formas tanto industrial quanto financeira.

Sobre a forma financeira, John Maynard Keynes, em sua “Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”, de 1936, já argumentava que, em economias monetárias de produção, a organização dos mercados financeiros enfrenta um *trade-off* entre liquidez e instabilidade pela volatilidade dos preços. Isso porque, enquanto os mercados financeiros estimulam o desenvolvimento da atividade produtiva ao tornar os ativos mais líquidos, por outro lado, pode aumentar as buscas por ganhos especulativos e tornar o sistema mais instável. Esses dois fatos abrem espaço para o surgimento de novos instrumentos financeiros, as chamadas inovações financeiras, que não necessariamente são devidamente regulamentadas pelas

---

<sup>1</sup> Segundo o *Farlex Financial Dictionary* (2009), trata-se de um processo no qual os investidores (ou detentores de riqueza) confiam nos gerentes profissionais para lidar com o dinheiro e tomar as decisões de investimento relacionadas a ele.

autoridades.

É possível, assim, partir da ideia de que a crise econômica de 2008 não foi mero resultado da soma de comportamentos irracionais dos agentes. Ao contrário, a crise foi resultado da própria forma de operação dos mercados financeiros globais, agindo sem um sistema de regulação adequado.

*“Os empreendimentos durante o período anterior e vigente à crise tornou-se uma bolha sobre o redemoinho da especulação, e quando o desenvolvimento das atividades de um país torna-se o subproduto das atividades de um cassino, dá-se de encontro com resultados não esperados” (KEYNES, 1936, p. 159).*

Destaca-se, neste ponto, a priorização da especulação e dos ganhos de capital em detrimento do investimento produtivo. Esse movimento leva a alterações na dinâmica dos mercados financeiros, sendo que este pode passar a assumir uma lógica semelhante à de um cassino e, assim, acentuar a volatilidade dos mercados com impactos sobre o ciclo econômico.

Isto posto, para a análise da crise econômica de 2008 nos Estados Unidos, faz-se necessário tecer o contexto anterior que possibilitou, ou ao menos facilitou, o desenvolvimento da crise até sua eclosão. Do ponto de vista estrutural, houve uma mudança marcante para um novo modelo econômico associada à eleição de Ronald Reagan à presidência dos Estados Unidos em 1980. As decisões tomadas pelo governo americano de 1981 a 1985 recuperaram o tripé que sustentava os Estados Unidos como a principal potência mundial através da liderança econômica, militar e a credibilidade da política externa. Inaugurou-se um período de dinamização e liberalização dos mercados financeiros, de forma que a ideia keynesiana de pleno emprego em vigor durante a chamada “era de ouro” do capitalismo foi sendo aos poucos deslocada para um segundo plano a partir das medidas de política econômica de caráter liberalizante adotadas.

Esses e outros pontos serão mais bem elaborados a seguir por meio de um estudo teórico e histórico, baseado na revisão de literatura sobre as origens e causas da crise econômica de 2008, mais especificamente, com foco nos Estados Unidos. Por ora, cabe ressaltar que a crise econômica de 2008, conhecida como crise do *subprime*, foi um dos temas que mais se destacou no cenário econômico internacional de 2007, ameaçando a saúde financeira de importantes bancos e fundos de investimento (TORRES FILHO, 2008).

Ademais, tais pontos serão analisados à luz das obras pertinentes do autor Hyman Minsky, tomando como base seus postulados apresentados sobre crises financeiras e sua relação com os ciclos econômicos. Parte-se da hipótese de instabilidade financeira do autor para responder à seguinte questão: apesar das especificidades históricas dessa crise, sua causa tem origens endógenas que decorrem do funcionamento do sistema capitalista, quando analisada à luz da abordagem minskyana?

A resolução da questão se dá pela exposição do argumento em três capítulos. O primeiro capítulo, intitulado de “Fundamentos da fragilidade financeira na obra de Hyman Minsky”, elucida aspectos pertinentes da obra do autor e descreve conceitos importantes, como a hipótese da instabilidade financeira e atuação dos *money managers*, para compreender os ciclos econômicos e as crises financeiras diante de um contexto institucional de menor regulação e maiores inovações financeiras. O segundo capítulo, intitulado de “A crise econômica de 2008 nos Estados Unidos”, tem como objetivo abordar os principais aspectos da crise econômica de 2008, a partir de uma revisão histórica, dando destaque a seus desdobramentos mais relevantes. O terceiro capítulo, intitulado de “O olhar da teoria minskyana sobre a crise econômica de 2008”, objetiva relacionar os elementos da teoria minskyana com a crise, buscando autores que tentam também traçar essa relação, a fim de ratificar ou refutar que os elementos gerais da crise levam à conclusão de que ela possui raízes endógenas à economia capitalista.

## **CAPÍTULO 1 – Fundamentos da fragilidade financeira na obra de Hyman Minsky**

O autor Hyman Minsky escreveu a maior parte de sua obra durante as décadas em que a teoria keynesiana perdia espaço para o monetarismo de Milton Friedman e, até o início dos anos 1990, sua teoria ainda estava à margem da teoria econômica dominante. No entanto, para Conceição (2009), a morte de Hyman Minsky, próxima à mesma época em que se iniciava a série definitiva de bolhas especulativas e colapsos financeiros que acabaria por culminar na maior crise financeira e econômica desde o *Crash* de 1929 e a Grande Depressão dos anos 1930, representou uma grande ironia do destino, pois a partir daquele momento suas ideias tomaram um lugar de maior destaque.

O aumento do interesse pelas obras do autor foi concomitante a um aumento dos momentos de crise financeira e econômica. Conceição (2009) pontua que um indicativo informal da gravidade de uma crise econômica parece ser o nível de popularidade da obra de Hyman Minsky, assim como a utilização da expressão “momento Minsky” para descrever a crise que eclodiu no ano de 2008.

*“O ‘momento Minsky’ se refere à dinâmica depressiva retroalimentadora em que aqueles carentes de liquidez para cumprir suas obrigações de dívida se veem obrigados a vender seus ativos por valores cada vez menores e aqueles com liquidez em excesso se recusam a adquirir os ativos ofertados enquanto persistir a tendência deflacionária” (CONCEIÇÃO, 2009, p. 308).*

Nas próximas seções deste capítulo, aborda-se a contribuição intelectual revolucionária de Hyman Minsky. Suas ideias atingem não apenas o que tange à descrição dos acontecimentos de uma crise financeira, mas também à descrição das causas para a fragilidade financeira das economias capitalistas, o que lhe difere radicalmente das interpretações convencionais baseadas em mercados eficientes e tendências inerentes ao equilíbrio.

### **1.1. A releitura de Hyman Minsky sobre a Teoria Geral de Keynes**

Durante um momento de sua carreira, Hyman Minsky se dedicou a escrever sua interpretação sobre a “Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”, de John Maynard Keynes (1936). Dessa forma, o trabalho de Hyman Minsky segue uma perspectiva

marcadamente keynesiana, ao construir um quadro teórico que permite destacar o modo pelo qual uma economia baseada em contratos monetários assume um comportamento estruturalmente instável. Além disso, tal cenário também está sujeito ora a ondas de pessimismo e ora a surtos de confiança, sobretudo devido à impossibilidade de eliminar a incerteza que acompanha a economia capitalista.

Nesse sentido, Hyman Minsky enxerga na obra de Keynes, “Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”, de 1936, um marco no modo de analisar a economia. Em sua interpretação da obra, por conveniência, o autor trata de uma economia fechada, mas sem deixar de considerar os impactos e as repercussões internacionais, assim como o importante papel que a instabilidade e as perturbações financeiras desempenham nos sucessivos estados do sistema que caracterizam a trajetória da economia.

Um dos pontos da obra de Keynes, muito destacado por Hyman Minsky em seu livro “John Maynard Keynes”, de 1975, e importante para os próximos pontos do presente estudo, é que a economia capitalista não é um sistema que se autocorrige. Ou seja, para o autor, ela possui diversos estados transitórios que são afetados não apenas por variáveis reais, mas também variáveis monetárias e financeiras.

Sua interpretação da Teoria Geral de Keynes o leva à conclusão de que a trajetória da economia capitalista é cíclica e a essência do sistema consiste em uma análise das finanças capitalistas e como elas afetam o ritmo do investimento. Como base para o início dos argumentos apresentados no livro John Maynard Keynes (1975), Hyman Minsky refina determinados pensamentos que, para o autor, foram menosprezados pelos keynesianos.

*“Temos de esclarecer a maneira como as ideias menosprezadas de Keynes levam a visões sobre o comportamento da economia e sobre as possibilidades e limitações das políticas econômicas que são bastante diferentes da presente macroeconomia convencional” (MINSKY, 1975, p. 35).*

Durante esse processo de refinamento dos argumentos de Keynes, Hyman Minsky considera o ambiente cíclico, a incerteza e natureza do investimento. É a partir dessas perspectivas que o autor aborda uma economia que possui instituições financeiras sofisticadas e que é inerentemente falha por ser intratavelmente cíclica – isto é, uma economia que não pode, por processos endógenos, sustentar o pleno emprego, e onde cada sucessão de estados cíclicos é transitória no sentido de que as relações são construídas de modo a alterar a forma pela qual a economia se comportará. Além disso, esses estados podem ser de *boom*

ou de crise, mas sempre envolvidos à realidade cíclica, que têm como causa imediata a instabilidade das inter-relações financeiras (MINSKY, 1975).

Na visão de Hyman Minsky, Keynes não teria se aprofundado o suficiente nos desdobramentos que assolam um período de *boom* e que levam a uma posterior crise quase que inevitável da economia. O autor, então, rediscute os argumentos de Keynes e seus desdobramentos sobre os ciclos econômicos. Segundo Bahry e Gabriel (2010), isso se dá com base nos elementos de especulação e da sofisticação da estrutura financeira, além da relação entre investimento e poupança dentro do arcabouço cíclico, com a diminuição dos níveis de liquidez pelos agentes em períodos de crescimento econômico e de alta do valor dos ativos, buscando recuperar a liquidez quando essas variáveis invertem sua tendência.

Hyman Minsky elaborou um conceito de ciclo, referindo-se a uma sucessão de estados caracterizados em primazia pela transição, sucessão e recorrência desses estados, e não pela sua regularidade temporal e simetria. O autor observa que os agentes econômicos diminuem seu nível de liquidez em momentos de crescimento econômico e de alta do valor dos ativos, e constata que eles buscam recuperar essa liquidez quando essas variáveis invertem sua tendência.

A ideia de transitório é fundamental para essa interpretação alternativa de Hyman Minsky. É a partir disso que o autor introduz a ideia de que essas etapas pelas quais o sistema passa acabam assegurando a sucessão para os próximos períodos de transição da economia. Isso significa que, conforme tais processos vão se transformando, eles também modificam a maneira como a economia se comporta e como ela pode se comportar no futuro, ou seja, conforme a economia se movimenta, ocorrem mudanças endogenamente determinadas que afetam o conjunto de variáveis que antes determinavam o curso da economia.

Assim, em uma economia capitalista, o passado, o presente e o futuro estão ligados não apenas pelas características dos bens de capital e da força de trabalho, mas também por relações financeiras, principalmente aquelas que conectam a criação e a propriedade dos bens de capital com a estrutura das relações financeiras e mudanças nesta estrutura de passivos e ativos e que se mostrarão como a base para a inerência da instabilidade financeira. Essa crescente complexidade que abrange as instituições e a estrutura financeira pode resultar em várias camadas de intermediação entre os verdadeiros proprietários da riqueza e as unidades que controlam e operam a riqueza das comunidades (MINSKY, 1992).

## 1.2. A Hipótese da Instabilidade Financeira

A interpretação da Teoria Geral de Keynes feita por Hyman Minsky o levou a descrição de como funcionam e porque são normalmente instáveis os mercados financeiros de economias capitalistas modernas, raiz da instabilidade do sistema econômico capitalista. Para isso, o autor elabora a “A Hipótese da Instabilidade Financeira” em sua obra de 1986 e, posteriormente, em seu artigo intitulado com o mesmo nome “A Hipótese da Instabilidade Financeira”, de 1992.

A Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) possui tanto aspectos empíricos como teóricos. O aspecto empírico mais facilmente observado é o fato de que, ao longo do tempo, as economias capitalistas apresentam inflações e deflações de débitos que parecem ter o potencial para fugir do controle. Já o aspecto teórico aparece quando se percebe que as reações do sistema econômico em resposta ao movimento da economia amplificaram o movimento deflagrador e que intervenções de governos destinadas a conter esses processos de deterioração parecem ter sido ineficazes nos casos de algumas das crises históricas. Isso corrobora o fato de a economia nem sempre estar em conformidade com os preceitos de que ela pode ser mais bem compreendida como um sistema que está constantemente buscando e convergindo ao equilíbrio.

Ao considerar uma economia capitalista, a qual não depende de choques exógenos para gerar ciclos, a HIF sustenta que os ciclos econômicos são compostos pela dinâmica interna das economias capitalistas e pelo sistema de intervenções e regulamentações. Esses elementos são, por sua vez, projetados para manter o funcionamento da economia dentro de limites razoáveis (MINSKY, 1992).

O funcionamento e o desenvolvimento do capital de uma economia capitalista são, dessa forma, acompanhados por trocas de dinheiro presente por dinheiro futuro. Nessa relação, o dinheiro presente paga por recursos que vão para a produção de bens de investimento, enquanto o dinheiro futuro é o lucro, a ser recebido pelas empresas detentoras dos ativos de capital.

Como resultado do processo pelo qual o investimento é financiado, o controle sobre os itens que compõem o estoque de capital pelas unidades produtivas é financiado pela emissão de obrigações financeiras, com datas de pagamentos especificadas ou conforme as condições estipuladas. Além disso, esse processo intensifica o caráter cíclico da economia diante da necessidade de endividamento de empresas e famílias para honrar com os

pagamentos ou financiá-los e, a partir da intensificação desse processo, Hyman Minsky formula a característica relacionada ao “*money manager*”, que surgiu em parte como resultado da evolução das práticas financeiras em direção à empreendimentos mais especulativos.

O “*money manager*”, segundo o que colocam Minsky e Whalen (1996-1997), é o termo que foi atribuído à era econômica do desenvolvimento capitalista dos Estados Unidos. Esta era surgiu na década de 1980, quando investidores institucionais começaram a exercer sua influência nos mercados financeiros e nas empresas, abrindo espaço para a intensificação de uma tendência de geração endógena de fragilidade financeira.

Segundo Deos (1998), a fragilidade financeira se deve ao fato de os investidores institucionais apresentarem uma tendência de serem menos rigorosos na gestão financeira do que eram os bancos na concessão de crédito. Os bancos, ao desempenharem seus papéis de credores convencionais, viam-se obrigados a uma melhor análise e ao acompanhamento de seus créditos, mas para os investidores institucionais, a diversificação e a negociabilidade dos ativos que compõem seu portfólio os levam a uma facilidade de aceitarem papéis de qualidade duvidosa.

Dessa perspectiva, a Hipótese da Instabilidade Financeira pode ser expressa em dois teoremas, segundo Minsky (1992): o primeiro aponta que a economia tem regimes de financiamento que a tornam estável e outros que a tornam instável; e o segundo, muito relacionado com o primeiro, diz respeito ao fato de que, nos longos períodos de prosperidade prolongada, a economia transita das relações financeiras que contribuem para um sistema estável para relações financeiras que contribuem para um sistema instável.

Em outro artigo, de 1993, intitulado “Integração financeira e política monetária”, Hyman Minsky, ao tentar adotar a Hipótese da Instabilidade Financeira à análise dos problemas colocados às políticas fiscal e monetária pela integração financeira internacional, coloca outras proposições da hipótese em destaque. Em concordância com os primeiros teoremas apresentados, o autor conclui que períodos de estabilidade e episódios de comportamento econômico instável são fenômenos endógenos às economias capitalistas. O comportamento turbulento da economia pode assumir a forma de inflações interativas, bolhas especulativas ou profundas deflações de débitos inter-relacionadas e o novo regime de estabilidade pode estabelecer-se com baixos níveis de atividade econômica.

Além disso, a hipótese tem como fundamento que uma das características das economias capitalistas é a coexistência de dois conjuntos de preços diferenciados, o preço de

oferta e o preço de demanda dos ativos de capital. Os dois níveis de preços refletem dimensões distintas da economia e suas variações relativas podem transformar qualquer inflação, especulação ou deflação inicialmente suave em um período de comportamento incoerente da economia (BAHRY E GABRIEL, 2010).

De acordo com Minsky (1986), o preço de oferta depende das taxas de salário em dinheiro, da produtividade do trabalho com os ativos de capital existentes, do *mark-up* aplicado sobre os custos e do custo de financiar a produção. Já o preço de demanda de um ativo (ou bem) de capital é determinado pela sua oferta e demanda em seu mercado, sendo que a oferta é estabelecida no período corrente e a demanda reflete a quase-renda que se espera que o ativo ofereça ao longo do tempo. Dessa forma, o preço de demanda depende da liquidez do ativo e da quase-renda esperada da utilização do ativo de capital.

Isto posto, tem-se que, quando o nível de preços de demanda é alto em relação ao nível de preços de oferta, as condições são favoráveis ao investimento. Já em casos em que o preço de oferta é superior ao preço de demanda, os investidores, ao invés de adquirirem novos bens de capital, passam a adquirir os similares já existentes no mercado. Ou seja, não há incentivo a investir.

Entretanto, o preço de demanda não determina sozinho a trajetória do investimento, pois a demanda efetiva necessita de financiamento, e este último, por outro lado, depende da forma com que o ativo será financiado e da sua renda esperada. Dessa forma, segundo Deos (1998), tem-se que o preço de demanda juntamente com o preço de oferta dos bens de capital são determinados de forma a refletirem a necessidade de financiamento externo do investimento, por isso, incorporam os riscos do devedor e do credor, respectivamente. Tem-se que o risco do tomador diz respeito à situação em que alguém arrisca o seu próprio dinheiro e o risco do prestador diz respeito a uma ótica de um sistema de empréstimos (KEYNES, 1936).

Para Minsky (1986), o risco do tomador advém da incerteza sobre a possibilidade de obter o retorno esperado do investimento. Ao empregar capital em um tipo de ativo, o tomador espera que seu rendimento seja superior ao que obteria se o capital fosse empregado nos demais ativos por ele preteridos. Ou seja, a decisão de investir só é tomada se a eficiência marginal do capital for maior que a taxa de retorno esperada com a aplicação em outros ativos. Porém, essa expectativa de ganho futuro pode se concretizar ou não. Esta é a origem do risco do tomador. Suas dívidas futuras são certas, enquanto seu fluxo de rendimentos prospectivos não é.

O risco do tomador é expresso na forma de um custo real. Este custo pode ser diluído, por exemplo, com a diversificação do investimento. Se, ao investir, o empresário utilizar-se apenas de recursos próprios, ou seja, se autofinanciar, o seu risco será o único relevante. No entanto, se o empresário lançar mão de recursos de terceiros, quer dizer, recorrer ao crédito, surge o segundo tipo de risco, denominado risco do prestador. O risco do prestador está presente tanto no financiamento por crédito bancário quanto no financiamento através do mercado de capitais e se dá através da emissão de títulos.

A complexidade inerente a uma economia capitalista com dois tipos de riscos característicos, dois conjuntos de preços, um complexo de instituições financeiras e múltiplas ligações entre mercados financeiros, de trabalho e de produtos e os fluxos de renda invalida a assertiva smithiana de que, segundo Bahry e Gabriel (2010), cada agente agirá guiado exclusivamente por interesses próprios. Isso implicaria que os agentes seriam conduzidos por uma mão invisível a realizar exatamente aquilo que coloca a economia em alguma posição ótima.

*“A metáfora de que uma mão invisível que conduz a um resultado benigno não é adequada para uma economia capitalista moderna: a mão invisível dos mercados pode levar a resultados malignos” (MINSKY, 1994, p.3).*

Baseado em uma taxonomia própria presente tanto na obra de 1986 quanto na obra de 1992 de Minsky, e levando em consideração a estrutura financeira sofisticada apresentada anteriormente, é possível caracterizar as obrigações financeiras que estão relacionadas à instabilidade financeira, realçando o papel dos fluxos de caixa dessas unidades e os compromissos de pagamentos do endividamento. Elas podem assim ser identificadas na estrutura financeira como posições e são nomeadas de *hedge*, especulativa e *Ponzi*.

As finanças de uma posição *hedge* são aquelas que podem cumprir todas as suas obrigações contratuais de pagamento com seus fluxos de caixa. Quanto maior o peso do financiamento com capital próprio na estrutura do passivo, maior a probabilidade de que a unidade seja do tipo *hedge*.

Já as instituições especulativas são aquelas unidades que conseguem cumprir seus compromissos de pagamento na conta de rendimentos sobre suas obrigações, mas não conseguem pagar o principal da dívida com seus fluxos de renda. Tais unidades precisam emitir dívida nova para cumprir os compromissos de dívidas prestes a vencer. Essas unidades apresentam uma grande vulnerabilidade em caso de aumento das taxas de juros. Ao mesmo

tempo, em caso de taxas de juros flutuantes, qualquer agente que tome recursos emprestados, embora possa estar em uma situação *hedge* quando contrata o empréstimo, está potencialmente engajado em finanças especulativas.

Por fim, as instituições *Ponzi* são unidades em que os fluxos de caixa advindos de suas operações não são suficientes para cumprir nem os compromissos de reembolso do principal da dívida e nem o pagamento dos juros devidos referentes à dívida contraída. Para cumprir com suas dívidas, essas unidades podem vender seus ativos ou pedir emprestado, aumentando o passivo e o comprometimento prévio de rendimentos futuros.

É preciso destacar que as unidades especulativas e *Ponzi* dependem das condições do mercado financeiro para honrar as suas dívidas, utilizando-se de transações de portfólio. A instabilidade de um regime com predominância de estruturas de financiamento especulativas ou *Ponzi* está relacionada, em grande medida, ao impacto das taxas de juros, que tendem a se elevar durante o *boom*. Essa elevação tem efeitos opostos sobre o preço de demanda e o preço de oferta, diminuindo a diferença entre eles, podendo mesmo chegar a uma reversão, o que ocasiona uma interrupção dos investimentos em nível macroeconômico. A queda do investimento provoca mais queda nos lucros, causando dificuldades para pagar as dívidas acumuladas anteriormente.

Já as unidades *hedge* podem se transformar em especulativas, caso haja uma insuficiência da renda. A dominação da posição *hedge* faz com que o padrão da taxa de juros permita a elevação do lucro via especulação. Dessa forma, há um aumento na demanda por ativos, elevando seus preços e possibilitando ganhos de capital. Forma-se um ambiente com ganhos de capital possíveis e esperados, ou seja, um ambiente compatível com o aumento das posições especulativa e *Ponzi*. Assim, as possibilidades de lucro, dada uma estrutura financeira saudável, levam tal estrutura à fragilidade de forma puramente endógena.

Dessa forma, um sistema financeiro será considerado frágil ou não de acordo com o tamanho e a força das margens de segurança que podem ampliar as turbulências iniciais. Para Marcato (2010), a instabilidade financeira seria decorrente da deterioração dos balanços das diversas unidades financeiras em momentos de expansão econômica. Essa definição, de caráter mais geral, tem como ponto positivo a possibilidade de incorporar diversos fenômenos, inclusive fatores decorrentes da abertura da economia. A combinação das três unidades financeiras, portanto, diz muito sobre a condição de estabilidade de determinada economia.

### 1.3. Os movimentos de incerteza e especulação

Os tipos de unidade e suas características não são o único ponto relevante no comportamento do sistema. Em Minsky (1975), a incerteza também é um ponto a ser destacado por atuar em dois aspectos muito importantes do comportamento do sistema econômico: na decisão de portfólio das famílias, das firmas e das instituições financeiras, e no parecer de firmas, proprietários de ativos de capitais e dos bancos. O efeito da incerteza pode se refletir tanto sobre as decisões de investimento das empresas tomadas diante de um conhecimento imperfeito das informações, sendo dependentes não apenas do comportamento do mercado, mas também do comportamento dos mercados financeiros, quanto aos portfólios desejados tanto no âmbito de escolha de ativos quanto no âmbito de como esses ativos serão financiados, ao ponto de caracterizar a economia “mais por tendências equilibradoras do que por qualquer equilíbrio atingido” (MINSKY, 1975, p. 89).

A instabilidade aumenta a incerteza. Torna-se mais difícil tomar decisões numa economia com mudanças tão bruscas do que em outra na qual as mudanças ocorrem de modo gradual. Um grau maior de incerteza, por si só, arrefece a atividade econômica, especialmente no que diz respeito aos investimentos de longo prazo (MINSKY, 1986).

O desenlace em Minsky (1975, p.77) está que: “Para compreender Keynes é necessário compreender sua sofisticada visão sobre a incerteza e a importância da incerteza em sua visão do processo econômico”. Isso se reflete, segundo Colistete (1989), em uma decisão de investimento que pode ser dividida entre emitir passivos ou reduzir a liquidez, e que em um mundo capitalista de incertezas, ativos e passivos podem comprometer tanto as decisões atuais quanto as decisões futuras. Ao se apresentar a decisão de investir de forma multifacetada, na medida em que sua execução exige que se opte entre o aumento do seu passivo ou a redução de liquidez, introduzem-se as múltiplas formas de intermediação financeira que acompanham os negócios na economia. Isto quer dizer que passa a ser considerado não apenas a firma e os investidores, mas também aquelas unidades empresariais voltadas para as atividades de financiamento, como os bancos e demais entidades financeiras.

O papel dos bancos é destacado no artigo de 1992 sobre a Hipótese da Instabilidade Financeira. A teoria leva em consideração o fato de a atividade bancária ser uma atividade com fins lucrativos. Como todos os empreendedores em uma economia capitalista, os banqueiros e outros intermediários do sistema financeiro estão cientes de que a inovação nos ativos que adquirem e nas dívidas que comercializam geram lucros. É com a análise do

processo corrente da acumulação de riqueza que as expectativas, a incerteza, a estrutura do passivo e avaliações da liquidez dos ativos irão compor o quadro da instabilidade financeira das economias capitalistas, que compõem assim a inevitabilidade da especulação.

Minsky (1986) coloca que um resultado previsível dessa especulação é o fato de os investidores começarem a preferir ganhos financeiros imediatos propiciados por deslocamento de capital para aplicações financeiras mais duradouras e seguras – embora menores –, em detrimento de investimentos que impulsionam o crescimento econômico de longo prazo. Numa terminologia que faz eco às ideias de Keynes (1936), numa economia instável, a especulação sobrepuja os empreendimentos.

A especulação manifesta um lado, à primeira vista positivo, quando a valorização do preço de um ativo de capital auxilia no cumprimento para com os passivos, resultando em uma valorização das ações das empresas envolvidas. No entanto, essa valorização também significa que a empresa pode emitir mais dívidas.

Em uma economia capitalista, quando há um estímulo recíproco entre a especulação que ocorre nas Bolsas e a especulação feita pelas empresas, percebe-se um aumento no preço de mercado da ação de determinada empresa e o conseqüente aumento do valor de mercado da empresa. No entanto, durante um *boom* apenas na Bolsa, mesmo que o preço nominal dos ativos de capital tenha aumentado, pode ter ocorrido também uma queda em termos da moeda na qual tais ativos foram precificados.

Isto posto, o aumento do uso de receitas provenientes das mais diversas fontes, também significou uma dependência cada vez maior dessas unidades em relação ao funcionamento do mercado financeiro. Além disso, intensificou a associação entre maior liquidez com uma maior probabilidade de se correr riscos.

*“Na medida em que o indivíduo pode empregar sua riqueza entesourando ou emprestando moeda, a alternativa de adquirir ativos reais de capital não seria suficientemente atraente (em especial para quem não manipula ativos de capital e pouco sabe a respeito), a não ser organizando mercados em que esses ativos possam facilmente converter-se em moeda” (KEYNES, 1936, p.160).*

Dessa forma, passa a ser relevante não apenas o grau de confiança dos tomadores, mas também o grau de confiança dos emprestadores e o fato de que os bancos também podem ser especuladores ou, como Minsky (1975) destaca, sempre são especuladores, pois na atividade bancária o aspecto especulativo é inerente ao próprio processo de emprestar a longo

prazo e tomar emprestado a curto prazo. A especulação por sua vez pode se manifestar de três formas: a partir do investimento financiado por dívida, da especulação baseada em um *mix* de passivos e ativos, e da especulação com base na forma de financiamento de ativos.

Durante um *boom*, esses três tipos de especulação se manifestam através da diminuição da demanda especulativa por moeda que tornam os portfólios mais carregados de posições financeiras por dívida. O primeiro efeito que pode ser esperado com o aumento generalizado da demanda especulativa por moeda é que as firmas e outras unidades passem a dispor da liquidez existente e mesmo a negociar ativos a fim de refinarçar seus débitos, o que deverá trazer efeitos sobre o preço dos ativos de capital. Além disso, diante das dificuldades de serem reciclados os passivos, há uma tendência de buscar-se a “limpeza” das posições patrimoniais devedoras, por meio do alongamento dos prazos embutidos nos contratos e redução dos compromissos financeiros futuros (COLISTETE, 1989).

Ademais, os bancos aumentam sua propriedade de empréstimos através de investimentos e, com uma atuante gestão de passivo, aumentam sua escala de operações para dadas reservas de moedas. Por fim, já em um período de reversão do *boom*, no espectro do financiamento de ativos, as outras instituições financeiras aumentam sua escala de operações saindo ativamente em busca de fundos, e famílias e empresas substituem ativos financeiros não monetários por moeda como suas reservas líquidas. O que se tenta demonstrar, em suma, é como o comportamento das firmas em geral e a trajetória da economia serão influenciados pela estrutura dos passivos empresariais. Segundo Minsky (1975), a administração dos passivos por instituições financeiras, famílias e empresas comuns significa que uma proporção cada vez maior de unidades se tornou dependente do funcionamento “normal” dos mercados financeiros.

#### **1.4. O papel do *Big Government* e do *Big Bank***

Como resultado de sua instabilidade econômica endógena, as economias capitalistas desenvolveram práticas e instituições que intervêm e prevalecem no comportamento natural dos mercados para evitar tanto especulações excessivas, quanto inflações ou deflações de débitos descontroladas. Através da atuação de determinados agentes e da regulação desses mercados, pode-se assegurar que o sistema financeiro não se degenere tão bruscamente, reduzindo a vulnerabilidade dos fluxos financeiros em meio à especulação. É o caso das funções assumidas pelo Estado enquanto *Big Government* e *Big Bank*.

Em consonância com o que foi anteriormente exposto, para Minsky (1986), o *Big Government* seria responsável por estabilizar não apenas o emprego e a renda, mas também o fluxo de caixa das empresas e, conseqüentemente, o valor dos ativos correspondentes. Já o *Big Bank* atuaria em cooperação com outras agências governamentais e instituições financeiras privadas, agindo como um prestador de última instância.

É possível afirmar, com base em Minsky (1986), que um grande déficit governamental pode estabilizar e impulsionar a economia, desde que se entenda que as estruturas financeiras estão integradas à economia capitalista. A interrupção do aprofundamento da crise e a sua subsequente recuperação devem-se, por um lado, às medidas fiscais do *Big Government* e, por outro, às intervenções rápidas de garantia da liquidez dos financiadores de última instância.

Dessa forma, a política fiscal do *Big Government* com seus enormes déficits durante as recessões, que afetam diretamente a renda, permite sustentar os compromissos financeiros privados e melhorar a composição dos portfólios. Isso deve ser pensado juntamente com as ações dos chamados financiadores de última instância que, por meio de seus refinanciamentos, atuam para que momentos de recessão não tomem proporções ainda maiores na economia.

Minsky (1986) considera que o *Big Government* causa impactos em diferentes aspectos da economia, como nos efeitos de renda e emprego, no efeito orçamentário e no efeito de portfólio. Baseado nisso, é possível chegar à conclusão de que a atuação do *Big Government* na economia é muito mais extensa do que previsto pelas análises convencionais, que negligenciam o fluxo financeiro e as implicações de portfólio de um déficit governamental.

Segundo Minsky (1986), o *Big Government* pode atuar injetando moeda e preocupando-se não apenas com agregados macroeconômicos, mas também com a conhecida tríade dos problemas econômicos: “o que produzir”, “como produzir” e “para quem produzir”. O impacto do *Big Government*, por meio de massivos déficits gerados, é crucial para conter e reverter os períodos de recessão. A importância do governo como fator preventivo de recessão e, ao mesmo tempo, de sustentação da atividade econômica não pode ser questionada. Além disso, um aumento considerável do déficit governamental também está associado a superávits de outros setores da economia.

Além da existência do *Big Government*, cujos déficits sustentam a demanda final e a lucratividade das empresas, a intervenção rápida e eficiente dos financiadores de última instância, ou *Big Bank*, também colaboram para estabilizar os valores dos ativos e os

mercados financeiros, ao substituir seus próprios títulos isentos de risco por ativos inseguros. Para Minsky (1986), enquanto o *Big Government* age sobre a demanda agregada e os fluxos financeiros, o *Big Bank* age sobre o valor da estrutura herdada dos ativos na recomposição dos portfólios.

Como anteriormente citado, o *Big Bank* atua como emprestador em última instância, agindo sobre a estrutura de ativos e passivos e diferentemente do *Big Government*, deve agir antes de a crise eclodir. O *Big Bank* atua como um Banco Central, fornecendo liquidez para que os bancos possam conceder crédito às empresas, evitando dessa forma que elas deixem de pagar seus empréstimos e fechem. Para intervir dessa forma, o Banco Central deve fornecer a liquidez necessária para atender aos fluxos de caixa financeiramente frágeis, e os participantes do mercado devem perceber que esse Banco Central está disposto a desempenhar esse papel (BAHRY E GABRIEL, 2010).

Atuando desta maneira, o *Big Bank* visa estabilizar os preços dos ativos e o mercado financeiro, dada sua disponibilidade em comprar ou em aceitar como garantia ativos com risco, que de outra forma não seriam negociáveis, e também a trocar ativos com risco por títulos do governo, considerados como sendo de risco zero. Além disso, o *Big Bank* deve agir prontamente para assegurar a disponibilidade de refinanciamento e evitar, assim, que dificuldades financeiras se transformem em uma grande depressão.

Quando se consideram estes conceitos no cenário de fragilidade financeira do período da crise do *subprime*, tem-se que a falha de agentes econômicos em realizar pagamentos gerou uma onda de inadimplência individual e, como consequência, submeteu os credores ao risco de não receberem os pagamentos. Dado este contexto, durante o período, o *Federal Reserve* agiu nos Estados Unidos, refinanciando parte dos empréstimos garantidos pelo governo, ação esta que evitou a execução da dívida e aliviou a tributação de quem desejava refinar suas dívidas (MINSKY, 1986).

Ainda, segundo Bahry e Gabriel (2010), o *Federal Reserve* também manteve sua política de atuação no mercado financeiro norte-americano como forma de elevar a liquidez do sistema financeiro e evitar o aumento exagerado das taxas de juros, o que geraria mais restrições no mercado de crédito para os tomadores de recursos. Um dos efeitos colaterais dessa ação do *Federal Reserve* como *Big Bank* é sua influência sobre o mercado cambial.

Minsky (1986) afirma que cada vez que o *Federal Reserve* protege um instrumento financeiro, ele legitima a utilização desse instrumento para financiar a atividade. Isso significa que a ação do *Federal Reserve* não apenas serviria para conter uma possível crise,

como prepararia o terreno para a retomada do processo de endividamento, que seria cada vez maior e que tornaria possível a introdução de novos instrumentos.

Em suma, enquanto o *Big Government* tem como foco a estabilização da produção, do emprego e do lucro mediante seu déficit, o *Big Bank*, atuando como prestador de última instância, foca na estabilização do preço dos ativos e do mercado financeiro. Ademais, ao passo que o *Big Government* age sobre a demanda agregada, os superávits setoriais e o aumento da participação de títulos públicos nos portfólios, o *Big Bank* opera sobre o valor da estrutura dos ativos e sobre o refinanciamento disponível para as carteiras. Esses esforços conjuntos de estabilização são necessários para conter e resolver um declínio da renda associado aos traumas financeiros (MINSKY, 1986).

*“Esse tipo de socorro financeiro é necessário porque a economia moderna apresenta defeitos inerentes e inevitáveis que naturalmente levam a instabilidades financeiras intermitentes. A teoria convencional não é receptiva à ideia de que a economia capitalista de livre mercado é propensa a engendrar crises financeiras que conduzem a graves quadros de depressão” (MINSKY, 1986, p. 44).*

Em outros termos, para que as ações do *Big Government* e do *Big Bank* possam prevenir e controlar instabilidades financeiras, elas devem ser norteadas por uma teoria econômica que admita que a instabilidade da economia capitalista resulta do funcionamento endógeno dos mercados financeiros. Somente uma teoria que define as condições nas quais um fenômeno ocorre pode contribuir para o seu entendimento e, portanto, pode servir como guia para seu controle ou eliminação.

Tem-se ainda que, a partir da década de 1980 em diante, a sociedade passou a conviver com uma intensa desregulamentação e surgimento de crises econômicas sofridas pelas economias capitalistas avançadas. A natureza intervencionista e as políticas keynesianas em direção a um capitalismo regulado cederam lugar a concepções próximas ao neoliberalismo, observando-se um aumento no volume e na velocidade de recursos no mercado financeiro internacional, ao qual Minsky (1986) associou a fragilidade e a instabilidade financeira.

Enfim, o que Minsky (1975) tenta enfatizar em sua releitura de Keynes com o aprofundamento de discussões a respeito das finanças capitalistas é que o pressuposto de que a situação vigente da economia continuará indefinidamente é falso, assim como a ideia que surge geralmente após uma recuperação de que determinada característica do ciclo não pode se repetir. Com isso, o autor contraria um pensamento comum dos que acreditavam que

políticas fiscais e monetárias poderiam ajustar a economia de modo a influenciar que recessões e depressões não ocorressem, ou que os movimentos da economia se autocorrigissem.

Mas não importa qual a característica do período de transição corrente. Essa sempre alimentará um ciclo que será levado à sua própria destruição, sendo regido pelas finanças capitalistas que atuarão, ora amplificando-o e ora desestimulando-o. Nesse sentido, “são as finanças que estabelecem o ritmo da economia” (MINSKY, 1975, p. 161).

## **CAPÍTULO 2 – A crise econômica de 2008 nos Estados Unidos**

Com base em Fiori e Tavares (1998), é possível relacionar a crise econômica e financeira internacional de 2008 à dinâmica do processo de globalização do capital, que tem em sua origem as relações assimétricas de poder e dominação internacional, explicando sua expansão e originalidade financeira. Nesse sentido, destaca-se o fato de que o principal movimento de globalização teria sido a globalização das finanças, viabilizada pelas políticas de liberalização e desregulamentação dos mercados e alavancada pela adoção do sistema de taxas de câmbio flutuantes.

Esse processo de globalização financeira diz respeito a mercados financeiros que se integram a ponto de criar um único mercado mundial de dinheiro e crédito, no qual inexitem regras monetário-financeiras e cambiais estabilizantes, e em que os instrumentos tradicionais de política macroeconômica tornam-se crescentemente insuficientes para conter os colapsos financeiros e cambiais em nível mundial. Segundo Paula e Ferrari Filho (2011), neste cenário tem se tornado comum o acontecimento de crises determinadas fundamentalmente por forças financeiras.

Além disso, o impacto do sistema de taxas de câmbio flutuantes na economia levou à necessidade do uso de instrumentos financeiros para reduzir os riscos associados tanto à volatilidade cambial, quanto aos riscos inerentes ao processo de liberalização dos mercados. Assim sendo, sob um contexto cada vez maior de interdependência entre os países através dos mercados financeiros, os desequilíbrios, que até então tinham ocorrido por meio de choques no comércio, decorreram de choques nas finanças que foram intensificados pelo fluxo de capitais entre os países (FERRARI FILHO e SILVA, 2012), e a ocorrência da crise de 2008 destaca que este evento tende a ser tornar cada vez mais comum.

### **2.1. O capitalismo pós-1970**

Até a década de 1980, com algumas notórias exceções, os déficits comerciais eram vistos como um grave problema. Segundo Palley (2009), eles representavam um vazamento de demanda da economia doméstica, que reduzia o emprego e a produção, enquanto a política monetária era guiada a fim de dar suporte ao mercado de trabalho mantendo o pleno emprego e o crescimento dos salários. No entanto, a partir de 1980, o déficit comercial passa a ser visto como um auxílio importante para o controle inflacionário e como um amenizador dos efeitos

da estagnação salarial. Essa mudança refletiu na política monetária que deixou de ser guiada a fim de dar suporte aos mercados de trabalho, mantendo o pleno emprego e o crescimento dos salários, encorajando o dispêndio que induzia o investimento e o crescimento da produtividade, encarando uma nova faceta, a de agir a fim de suportar os preços dos ativos para encorajar o endividamento, ao passo que o crescimento dos salários é visto como uma ameaça para a estabilidade da taxa de inflação.

**Tabela 1 – Indicadores econômicos nos Estados Unidos (2003-2009)**

<b>ANO</b>	<b>PIB Nominal (bilhões de dólares)</b>	<b>Gastos do governo / PIB</b>	<b>Taxa de desemprego</b>
2003	11.142,2	36,1%	6,0%
2004	11.853,3	35,9%	5,5%
2005	12.623,0	36,2%	5,1%
2006	13.377,2	35,9%	4,6%
2007	14.028,7	36,7%	4,6%
2008	14.291,6	39,2%	5,8%
2009	13.973,7	44,2%	9,3%

Fonte: International Monetary Fund. Pedra, 2013, p. 58.

O problema das características pós-1980, de acordo com Palley (2009), é que, após um quarto de século tomando crédito a um ritmo frenético, muitas famílias alcançaram seus limites de endividamento. Dessa maneira, possivelmente a expansão econômica nos Estados Unidos que se inicia no final de 2001 caracteriza-se como um longo período de “crescimento sem emprego”, como descrito na Tabela 1, pois ao longo da maior parte do período de expansão do crescimento as taxas de desemprego também aumentaram (PALLEY, 2009). A facilidade de oferta de crédito do período também permitiu que os agentes econômicos obtivessem poder de compra sem que para isso fossem obrigados a se desfazer de sua riqueza e esse poder de compra foi direcionado tanto para os mercados de bens, impulsionando o consumo e o investimento, como para os mercados financeiros, reforçando sua tendência de alta.

Enquanto Palley (2009) foca na tendência de endividamento do período, Farhi e Prates (2008) utilizam-se da tipologia de Chick (1986), para realizar uma análise mais profunda da organização da economia e do mercado durante o período de 1970 em diante. Para Chick (1986), o sistema bancário desenvolveu-se de forma contínua através de cinco estágios, sendo o primeiro caracterizado por bancos numerosos e pequenos; o segundo marcado pela ganhada

de confiança dos bancos, que passam a ser em menor número e de tamanho médio a maior; no terceiro estágio desenvolvem-se mecanismos de empréstimo interbancário, suplementando o mecanismo dos empréstimos à vista; no quarto estágio o princípio do prestador de última instância se fortalece; e por fim, no quinto estágio os bancos desenvolvem a administração do passivo.

Tomando como base tal tipologia, Farhi e Prates (2008) descrevem as mudanças de características que marcaram o contexto da crise de 2008. Para as autoras, há na década de 1980 o surgimento de um sexto estágio, quando se nota o surgimento de uma nova forma de organização das operações bancárias, especialmente nos Estados Unidos, relacionada a um maior processo interativo entre os bancos e os reguladores de mercado. Este estágio foi marcado por um aumento significativo da participação de ativos e créditos líquidos em ambos os lados dos balanços bancários. A forma de organização das finanças, denominada “originar e distribuir” (*originate and distribute*), foi possível devido à securitização dos créditos bancários, o que representa que ativos ilíquidos são transformados em ativos líquidos. Neste período, houve também o surgimento de um sistema financeiro com base no mercado, caracterizado pela interação entre os mercados bancário e de capitais, sendo caracterizado como o estágio do capitalismo denominado de *money manager capitalism* por Minsky e Whalen (1996-1997) e, assim, caracterizado pela predominância dos investidores institucionais operando com elevados níveis de alavancagem, tais como fundos mútuos e fundos de pensão privados.

Essas características implicaram mudanças também nos agentes de instituições financeiras não bancárias, que passaram a se dispor para assumir a contraparte das operações realizadas pelos bancos para remover os riscos de seus balanços. Esses agentes formaram, segundo McCulley (2007), o chamado *shadow banking system* (sistema bancário às sombras), termo utilizado para designar instituições que operavam à margem da legislação, seja emprestando dinheiro a taxas elevadas, seja efetuando transferências, e incluindo instituições financeiras não bancárias que, legalmente, adotaram um modelo de negócio semelhante ao dos bancos.

Com o surgimento do fenômeno de *shadow banking system*, há a principal característica do surgimento de um novo estágio, mais especificamente o sétimo estágio do desenvolvimento do sistema bancário. Este estágio permitiu uma gigantesca expansão do crédito, porém aumentou enormemente a quantidade e a intensidade dos riscos presentes no sistema (FARHI e PRATES, 2018).

Em um contexto de taxas de juros historicamente baixas, os agentes do *shadow banking system* buscaram elevar seus rendimentos ao replicar uma das maiores fontes de renda dos bancos comerciais: levantar dinheiro no curto prazo, que foi comprado por fundos de investimentos, operar com um alto grau de alavancagem e assumir a contraparte das operações dos bancos tanto no mercado de derivativos – ao vender proteção contra riscos de crédito – como no de títulos – ao adquirir os títulos emitidos pelos bancos com rentabilidade vinculada ao reembolso dos créditos que estes concederam.

Ainda segundo Farhi e Prates (2018), os agentes do *shadow banking system* atuam sem serem capazes de criar moeda e sem estarem incluídos na estrutura de regulação e de supervisão dos Bancos Centrais. Desse modo, tais agentes se tornaram participantes do mercado de crédito, obtendo recursos de curto prazo com os quais financiavam créditos de longo prazo.

Paula e Filho (2010), por sua vez, destacam que esse processo de desregulamentação financeira resultou em um acirramento na concorrência entre instituições bancárias e, por conseguinte, queda nas margens de intermediação financeira, tendo como resposta uma tendência à conglomeração financeira e um aumento na escala de operação, via fusões e aquisições. Assim, instituições financeiras passaram a explorar diferentes mercados, inclusive de mais baixa renda.

Em suma, uma vez que a securitização permitia a diluição de riscos no mercado, através da vantagem de permitir que obrigações com o mesmo risco de crédito apresentassem um risco total de preço e de liquidez menor e por permitir aos detentores de ativos maior diversificação de suas carteiras, as instituições financeiras passaram a aumentar sua alavancagem, supondo que os mecanismos de autorregulação do mercado seriam capazes de continuar avaliando corretamente os riscos inerentes às atividades financeiras. A securitização, que serviria para diluir riscos, na prática serviu para esconder riscos.

## **2.2. A conjuntura dos anos 2000 e os antecedentes da crise**

Para Evans (2011), conforme abordado anteriormente, por volta do início dos anos 1980, é possível identificar uma nova fase do capitalismo dos Estados Unidos, que ficou conhecida pelo papel central ocupado pelo setor financeiro decorrente do processo de inovação e de desregulamentação do setor. Notou-se, no referido período, o crescimento das instituições financeiras e não financeiras e de instituições especulativas, o que implicou por

sua vez o desenvolvimento de uma série de novos instrumentos financeiros, envolvendo ações complexas e instrumentos especulativos.

Dentro deste contexto, na segunda metade da década de 1990, a economia dos Estados Unidos experimentou uma expansão que foi impulsionada pelo *boom* da tecnologia da informação, período que ficou conhecido como o estouro da bolha tecnológica (*dotcom*)<sup>2</sup>. Segundo Conceição (2009), o mundo se deslumbrou com as possibilidades econômicas produzidas pela revolução tecnológica no setor das telecomunicações e foi tomado por empreendedores digitais em busca de elevados retornos financeiros. Os mercados financeiros então, crescentemente globalizados, permitiram que investidores de todo o mundo tomassem mais riscos, o que elevou os preços de ações de empresas do setor digital e de Internet.

A bolha do mercado acionário do fim dos anos 1990 e o colapso da bolsa NASDAQ<sup>3</sup> em 2000 foram alguns dos eventos financeiros característicos da fase do capitalismo globalizado, que Hyman Minsky cunhou como *money manager*. Em resumo, o aumento dos lucros e um forte crescimento dos empréstimos alimentaram um investimento crescente em novas tecnologias e levaram a uma grande bolha nos preços das ações, levando a um colapso dos preços (EVANS, 2011).

Foi nesse período nos Estados Unidos que a queda da taxa de juros e a facilidade em conseguir financiamento estimularam a expansão do mercado imobiliário, impulsionada por empréstimos bancários sob a forma de hipotecas. Esse movimento, ao ampliar a capacidade de gasto através do endividamento das empresas e das famílias, levou ao crescimento da economia norte-americana, dando origem a um novo ciclo de consumo e valorização de ativos financeiros, após o estouro da bolha tecnológica (*dotcom*) em 2001.

A respeito dessa queda da taxa de juros, Bullio (2010) afirma que diversos analistas apontam que a atitude do *Federal Reserve* de implantar essa nova política monetária após o ano de 2001 agiu como uma das principais causas da crise do *subprime*. É importante destacar que, apesar de ser um Banco Central independente, no sentido de suas decisões não precisarem ser ratificadas por executivos do governo, o *Federal Reserve* responde ao

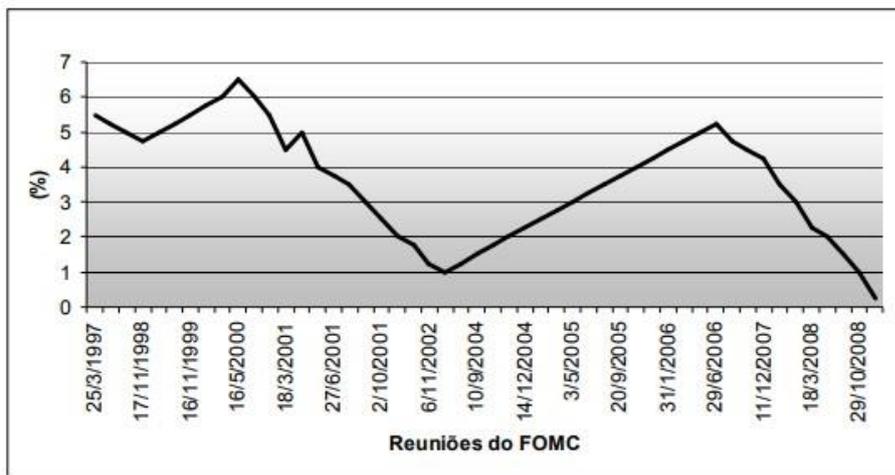
---

<sup>2</sup> Segundo Cassidy (2009), a bolha do mercado de ações ou simplesmente bolha *dotcom*, foi causada pela especulação excessiva em empresas relacionadas à internet no final dos anos 1990 que culminou em uma crise das empresas tecnológicas.

<sup>3</sup> *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* (NASDAQ) é uma das bolsas de valores de Nova York, nos Estados Unidos, especializada principalmente em listar grandes empresas do setor de tecnologia.

Congresso dos Estados Unidos, devendo trabalhar dentro do escopo de políticas econômicas e financeiras determinadas pelo governo.

**Gráfico 1: Meta para a taxa de juros norte-americana – 1997 a 2008 (em % a.a.)**



Fonte: Bullio, 2010, p. 59.

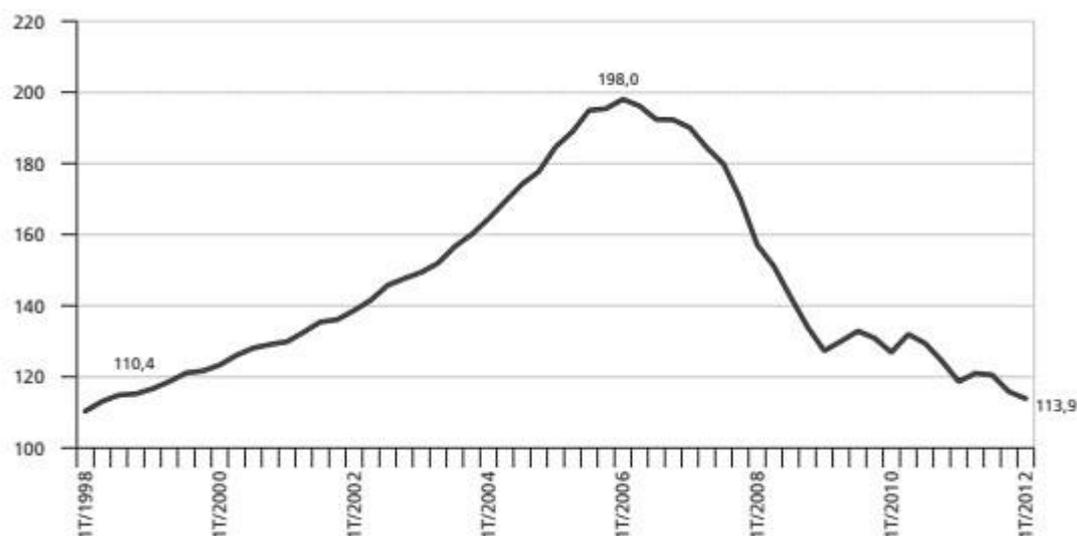
O gráfico 1 acima foi formulado a partir das reuniões do Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC), um comitê dentro do *Federal Reserve* responsável por supervisionar as operações de mercado aberto dos Estados Unidos e tomar decisões importantes sobre as taxas de juros e o crescimento da oferta monetária do país. O gráfico 1 elucida que essa queda nas taxas de juros perdurou de 2001 a 2004, tal tendência pode ser explicada por uma série de eventos no início dos anos 2000, como o estouro da bolha *dotcom* na NASDAQ e o atentado de 11 de setembro de 2001.

Nesse contexto, o *Federal Reserve* buscou blindar o sistema financeiro contra as pressões deflacionárias advindas dos eventos citados, além de estimular a economia e a indústria norte-americanas. Além disso, essa queda da taxa de juros acompanhou o enfraquecimento da produção industrial e do mercado de trabalho. O principal objetivo desse movimento era estimular o setor real da economia, evitando que a deflação atingisse a economia norte-americana (BULLIO, 2010).

Ainda a respeito do período de queda nas taxas de juros, para Torres Filho (2015), foi notória a reorientação das aplicações para investimentos mais seguros, sendo uma das principais escolhas os imóveis. Essa realocação de portfólio levou o mercado de imóveis

americano à maior alta de sua história. Como se pode observar no gráfico 2, retirado de Torres Filho (2015), entre o início de 1998 e o de 2006, o aumento real do índice de preço dos imóveis foi de 80%.

**Gráfico 2 – Índice de preço real de imóveis nos Estados Unidos**



Fonte: Torres Filho 2015, p. 18.

Para o *Federal Reserve*, a expansão do gasto, concentrado no então valorizado setor imobiliário, compensava a desaceleração da atividade econômica nos EUA após 2001, reforçando a relação das baixas taxas de juros com o nível de consumo. De acordo Bullio (2010), o aumento da renda das famílias oriundo da valorização dos imóveis e do consequente aumento do crédito através das hipotecas sustentavam o consumo americano.

Contudo, após esse período de 2001 a 2004 com baixas taxas de juros, o *Federal Reserve* iniciou um movimento contrário, um novo ciclo de alta de taxa de juros que perdurou até 2007. Bullio (2010) afirma que o *Federal Reserve* acreditava que a política monetária de baixas taxas de juros era acomodatória. Tanto o *Federal Reserve* quanto o Tesouro americano não acreditavam que o aumento da taxa de juros teria impacto sistêmico sobre o sistema financeiro local e, muito menos, sobre o internacional. Ben Bernanke, presidente do *Federal Reserve* à época, chegou a afirmar em discurso, em maio de 2007, quando a crise do *subprime* já estava em processo, que o efeito dos problemas nos créditos *subprime* não causaria repercussões significativas no resto da economia ou no sistema financeiro.

A grande maioria das hipotecas, incluindo até mesmo hipotecas de elevado risco (*subprime*), continuava a ter um bom desempenho. O consenso na época era de que os ganhos anteriores nos preços das residências ainda garantiriam à maioria dos proprietários um

patrimônio imobiliário positivo significativo e o crescimento do emprego e renda deveria ajudar a administrar as obrigações financeiras da maioria das famílias (TORRES FILHO, 2015).

### **2.3. A securitização das hipotecas *subprime***

Não foram apenas as baixas taxas de juros que influenciaram o crescimento dos segmentos denominados de alto risco (*subprime*). De acordo com Cagnin (2009), o surgimento de inovações financeiras nos contratos hipotecários e nos processos de securitização também possibilitou essa expansão do sistema de financiamento residencial americano em direção a operações associadas a riscos mais elevados.

O setor imobiliário residencial foi tecendo seu crescimento tanto economicamente na geração de empregos, como socialmente ao criar as condições políticas que sustentaram uma sucessão de transformações institucionais lideradas pelo Estado. Foi, assim, que o governo americano passou a estimular as operações de securitização das hipotecas residenciais, ou seja, a transformação de carteiras de crédito em títulos negociáveis. Com a expansão do crédito hipotecário, grandes bancos comerciais privados também passaram a ser importantes securitizadores de hipotecas, emitindo títulos lastreados nesses ativos de alto risco. Tais bancos eram responsáveis por financiar as hipotecas *subprime* através da compra e venda de títulos no mercado de capitais em um movimento de transações complexo.

À medida que a disponibilidade de financiamento se expandia, a demanda por imóveis também se aquecia. Uma vez que a oferta de residências é relativamente inelástica no curto prazo, o resultado foi uma forte elevação dos preços, gerando um efeito riqueza importante para os detentores dos ativos.

Nesse contexto, graças as inovações financeiras introduzidas a partir dos anos 2000, expandiram-se ainda mais as operações de securitização e desenvolveu-se aceleradamente o mercado de hipotecas *subprime*. Com base em Gontijo (2008), as hipotecas *subprime* correspondem àqueles casos em que, ao adquirir um imóvel através do crédito hipotecário, o comprador não é capaz de dar qualquer entrada e/ou não possui renda comprovada. Em um contexto de abundância de capital financeiro e de mercado habitacional em expansão, era notável a presença de muitas famílias que tinham o crédito habitacional negado em razão de insuficiência de renda comprovada, inadimplência ou incapacidade de oferecer uma grande

entrada como parte do pagamento. Em certa medida, o crédito *subprime* foi criado para atender a esse mercado em potencial.

Além da dispensa de comprovação de renda e de entrada, os compradores de imóveis encontravam no segmento *subprime* a possibilidade de tomar simultaneamente uma segunda hipoteca no momento da compra, pagar somente juros durante um período de até 15 anos, deixar de realizar pagamentos abatendo parte do valor do imóvel ou, em alguns casos, obter uma hipoteca que excedia o valor da residência. Havia ainda, outras possibilidades, como o comprador poderia adquirir a hipoteca *subprime*, pagar a taxa de juros referente ao período inicial de 2 a 3 anos e migrar para outro tipo de mercado de hipotecas. Não obstante, num contexto de *boom* habitacional como era o do período, se o comprador não pudesse efetuar os pagamentos devidos durante o período inicial de 2 a 3 anos, poderia simplesmente vender o imóvel no mercado aquecido e recuperar qualquer perda devido à apreciação dos preços.

Esse intenso movimento e as inúmeras possibilidades a que esse contexto proporcionava fazia parte do arcabouço da expansão do setor imobiliário americano que, segundo Gontijo (2008), foi consequência das transformações estruturais do mercado hipotecário. Esse mercado assistiu ao desenvolvimento do segmento de hipotecas securitizadas, denominadas MBSs (*mortgage-backed securities*) ou RMBSs (*residential mortgage-backed securities*). O primeiro tipo diz respeito a um contrato garantido por hipoteca, sendo um título garantido por uma hipoteca ou cobrança de hipotecas, enquanto o segundo é um título garantido por hipotecas residenciais, sendo baseados em dívida e garantidos pelos juros pagos em empréstimos para residências.

A ideia é que, com a securitização, o banco transfira o risco hipotecário para os investidores a fim de reduzir os seus custos. Para os investidores, o processo, além de favorecer a diversificação de sua carteira, permite retornos mais elevados, uma vez que os seus rendimentos são dados pela taxa do crédito hipotecário menos os ganhos do banco originador, os custos de administração das MBSs, o prêmio do seguro e os custos da classificação de risco.

De acordo com Borça Júnior e Torres Filho (2008) e exposto na tabela 2 abaixo, o percentual de hipotecas que foram securitizadas passou de 50,4% em 2001 e para 80,5% em 2006. Esse processo de securitização se inicia com a transferência de diferentes contratos de hipotecas para um único fundo de investimentos intitulado de *mortgage pool*, ou o MBS.

Dentro dos fundos de investimento intitulados como *mortgage pool*, havia operações de longo prazo, normalmente de 30 anos, que possuíam dois regimes de pagamento como opção, ambos com um período inicial curto, de 2 ou 3 anos, em que as prestações e as taxas de juros eram fixas e relativamente baixas e então seguia-se outro período que poderia ser de 27 ou 28 anos, chamados respectivamente de empréstimos tipo 3/27 e 2/28. Nesse segundo período, as prestações e os juros eram mais elevados e reajustados periodicamente com base em taxas de mercado.

**Tabela 2 – Hipotecas Emitidas nos EUA (2001 – 2006) em US\$ bilhões**

ANOS	HIPOTECAS EMITIDAS (A)	HIPOTECAS SUBPRIME (B)	(A)/(B) %	HIPOTECAS SUBPRIME SECURITIZADA S (C)	(C)/(B) %
2001	2.215	190	8,6	95	50,4
2002	2.885	231	8,0	121	52,7
2003	3.945	335	8,5	202	60,5
2004	2.920	540	18,5	401	74,3
2005	3.120	625	20,0	507	81,2
2006	2.980	600	20,1	483	80,5

Fonte: Inside Mortgage Finance, The 2007 Mortgage Market Statistical Annual, Top Subprime Mortgage Market Players: Key Data (2006)

Fonte: Borça Júnior e Torres Filho 2008, p. 4.

Além disso, o fundo *mortgage pool* emitia cotas de diferentes classes, sendo cada uma com uma taxa de retorno correspondente ao risco que oferece, sendo essa característica determinada por empresas de classificação de risco, como a *Standard and Poor's* e *Moody's*. As empresas de classificação de risco classificam as cotas entre aquelas de menor risco (AAA, AA e A) que eram vendidas diretamente aos investidores, aquelas de risco médio (B, BB e BBB), e aquelas de risco extremo chamadas de Capital, também conhecidas como “Lixo Tóxico” (*Toxic Waste*), pois eram difíceis de serem descartadas.

Torres Filho (2008) explica que as cotas classificadas como Capital eram submetidas a uma nova transformação financeira, através do uso de derivativos, a fim de melhorar sua classificação de risco, enquanto as cotas de risco médio eram transferidas a um Fundo CDO<sup>4</sup>. O Fundo CDO continha, além dessas cotas, outros títulos de dívida, derivativos e até mesmo outros investimentos imobiliários, a fim de diluir o risco de cada hipoteca individualmente e,

<sup>4</sup> *Collateralized Debt Obligation* (CDO) é um derivativo cujo lastro é um grupo de operações de crédito com determinadas características. Ele pode ser composto por hipotecas, títulos de renda fixa ou até mesmo operações de crédito bancário.

assim, obter uma carteira que, por sua distribuição estatística, alcançasse níveis de risco superiores às classificações dos títulos que lhe deram origem.

Portanto, a partir dos Fundos CDO, emitiam-se novas séries de títulos com características de risco e retorno graduais. Através desse movimento, Torres Filho (2008) ainda pontua que, os bancos conseguiam que 75% das dívidas colocadas no CDO dessem origem a novos títulos classificados pelas empresas especializadas em níveis superiores aos dos ativos que constituíram o fundo no início.

No que diz respeito às cotas de Capital, essas eram produzidas involuntariamente em cada uma das etapas do processo de transformação financeira. A saída para transformar a forma das cotas de Capital foi, portanto, a criação dos SIV. O propósito dos *Structured Investment Vehicles* (SIV, Veículos de Investimento Estruturados) era emitir títulos de curto prazo, chamados de *commercial papers* e usados para remunerar aplicações de caixa de empresas. Em outras palavras, o foco principal consistia em unir a rentabilidade elevada das cotas de tipo Capital com as baixas taxas de juros presentes nos *commercial papers*.

No entanto, havia um impasse, pois os *commercial papers* possuíam uma duração curta, de cerca de 3 ou 6 meses, enquanto os créditos que as SIV mantinham em carteira eram de até 30 anos. Esse descasamento de prazos tornava necessário que as SIV mantivessem programas permanentes de colocação e resgate de seus títulos.

Gontijo (2008) conclui que a securitização das hipotecas *subprime* exerceram, juntamente com a liberalização financeira e a redução das taxas de juros, um papel fundamental na transformação do mercado hipotecário americano, fazendo com que se estabelecesse uma relação muito mais intensa entre o mercado hipotecário e o mercado de capitais. Outro ponto muito importante de ser destacado é que, com o advento da securitização e dos derivativos de crédito, os riscos passaram a ser distribuídos de uma maneira muito mais generalizada para os agentes mais diversos, tendo em vista que esses instrumentos promoveram um entrelaçamento patrimonial e creditício entre os grandes bancos, as principais corporações e os centros financeiros internacionais (CINTRA e CAGNIN, 2007).

## 2.4. A reversão do ciclo de crescimento

A partir de 2005, findou o período de baixas taxas de juros que caracterizou os primeiros anos de existência dos contratos das hipotecas. A ampliação do número de execuções de hipotecas, o endurecimento das condições de crédito e o aumento das taxas de juros determinaram a reversão do ciclo de preços dos imóveis. Foi quando esse intenso movimento começou a dar indícios de crise e os preços das residências norte-americanas começaram a ceder, seguido pela consequente baixa de demanda.

Com essa queda na demanda e concomitante queda dos preços, ficou mais difícil renegociar as hipotecas *subprime*, o que levou a uma onda de inadimplência. Era comum que os tomadores *subprime* enfrentassem dificuldades para continuar honrando suas dívidas quando o período em que as prestações eram baixas chegava ao final. No entanto, a saída até 2006 era simplesmente trocar a dívida existente por uma nova hipoteca do tipo 2/28 ou 3/27, só que de valor mais elevado, e assim, iniciava-se um novo período de 2 ou 3 anos em que as prestações voltavam a ser fixas e baixas, o que atendia à necessidade dos devedores.

Esse cenário anteriormente descrito era possível porque o preço dos imóveis ainda era alto, mas, dada a queda nos preços e a baixa demanda, os tomadores de hipotecas *subprime* se viram obrigados a se manterem em contratos com elevadas taxas de juros. A situação piorou, pois esses mesmos agentes se recusavam a vender seus imóveis a um preço abaixo do esperado, o que reforçou mais ainda a derrocada de preços até desembocar em um cenário de preços baixos e excesso de oferta de imóveis no mercado.

Para Torres Filho (2008), o acúmulo de prestações em atraso comprometeu não apenas as receitas esperadas das cotas classificadas como Capital, que pertenciam às SIV, mas também das cotas de menor risco que formavam os Fundos CDO. Devido à onda de inadimplência e à busca pela liquidez frente à falta de confiança, os agentes e investidores se apressaram para resgatar suas aplicações em fundos imobiliários e pararam de renovar suas aplicações em *commercial papers*. Em resposta a isso, para evitar maiores perdas e manter clientes, os grandes bancos e corretoras americanos passaram a se responsabilizar pelas dívidas oriundas de seus empréstimos emitidos, aumentando seus prejuízos, o que levou alguns fundos administrados por grandes bancos a suspenderem os resgates de seus cotistas.

Ademais, o aumento da inadimplência e a própria queda observada nos preços dos imóveis a partir do verão de 2006 reduziu o mercado de MBSs, que se acumularam nas carteiras dos bancos originadores que, por sua vez, não tinham cessado de emití-los. Além

disso, acreditando que a queda do preço de mercado das MBSs era fenômeno passageiro, muitos bancos continuaram incorporando as MBSs em diversos fundos, enquanto outros passaram a simplesmente segurá-las, isso levou a um aumento das provisões para perdas no balanço de pagamentos desses bancos. Gontijo (2008, p.28) resume bem esse movimento ao dizer que “em lugar de recair sobre os investidores, conforme pressupunha o modelo de securitização, as perdas foram se acumulando nas instituições financeiras”.

Todo o primeiro semestre do ano de 2007 foi marcado por agências de classificação de riscos degradando derivativos de hipotecas ao abaixarem sua classificação, por anúncios de grandes perdas financeiras por parte dos bancos americanos e a falência de outras instituições. Em agosto de 2007, o banco francês *BNP Paribas Investment Partner* congelou o saque de seus fundos de investimentos que tinham recursos aplicados em créditos hipotecários *subprime*. O congelamento dos saques por parte do BNP desencadeou uma onda de desordem no mercado financeiro. Os bancos passaram a entesourar liquidez para cobrir possíveis perdas que pudessem vir a ter e como resultado originou-se um período de redução repentina na disponibilidade geral de empréstimos dos bancos.

Já em 2008, no mês de março, o *Federal Reserve* interveio e organizou a venda do banco de investimento *Bear Stearns* ao *JP Morgan Chase*, mas não sem uma grande desvalorização de seus ativos. De acordo com Borça Júnior e Torres Filho (2008), os problemas de liquidez passaram então a se estenderem também para as agências públicas, como as instituições *Fannie Mae* e *Freddie Mac*. Em conjunto, as duas receberam um pacote a título de ajuda do Tesouro americano para auxiliar na crise que, entre outras ações, contemplava uma injeção de liquidez da ordem de US\$ 200 bilhões.

Em setembro de 2008, foi a vez do tradicional banco de investimentos americano, *Lehman Brothers*, de recorrer por ajuda. Gontijo (2008) cita que o banco anunciou um prejuízo de US\$ 3,9 bilhões e pediu ajuda ao governo em decorrência do histórico de auxílios que já teria fornecido às demais instituições. No entanto, mesmo apesar da intervenção anterior no caso do *Bear Stearns*, o *Federal Reserve* deixou o quarto maior banco de investimentos dos EUA, *Lehman Brothers*, pedir concordata na Corte de Falências de Nova York.

A resposta à concordata foi negativa e o banco não obteve respaldo para escapar da falência. A decisão das autoridades norte-americanas de não dar apoio financeiro ao *Lehman Brothers* agravou profundamente a crise, gerando um forte pânico nos mercados globais, ao gerar um aumento da preferência pela liquidez dos agentes econômicos.

No cenário da crise, cresceram as preocupações e desconfianças com relação à solvência do sistema bancário americano e seus impactos recessivos sobre o lado real da economia. A crise financeira que foi iniciada com a elevação da inadimplência e a desvalorização dos imóveis e dos ativos financeiros associados às hipotecas norte-americanas de alto risco (*subprime*) recolocou em debate além da atuação governamental para resgatar o nível de atividade econômica, a arquitetura do sistema financeiro americano e internacional, seus potenciais riscos sistêmicos e seus mecanismos de supervisão e regulação. Essa arquitetura específica do sistema acabou por transformar uma crise de crédito clássica em uma crise financeira e bancária de imensas proporções, que lhe conferiu um caráter sistêmico e global. Nesse sentido, a quebra do *Lehman Brothers* marcou um ponto crucial da crise financeira, assim como uma mudança de perspectiva a respeito das ações do Estado para minimizar os efeitos da crise.

Dessa forma, o papel da valorização do mercado de imóveis no estímulo ao consumo e ao investimento nos Estados Unidos foi acompanhado pelo acúmulo de riscos e influenciado, em grande parte, pela complexidade das relações de débito e crédito formada pelas inovações financeiras do período e em razão das diversas conexões com outros mercados criadas pelas técnicas de securitização, sobretudo mercados de derivativos, cujas operações eram registradas fora de balanço dos bancos, dando origem ao chamado “*shadow banking system*”, sem supervisão da autoridade monetária, de tal forma que não era possível conhecer o tamanho do risco sistêmico e o grau de comprometimento das instituições financeiras naquele processo. Desse modo, a crise do segmento *subprime* do sistema de financiamento residencial expandiu-se em efeito cascata para diferentes mercados financeiros ao longo de 2007, com período de agravamento substancial em 2008, exigindo fortes intervenções governamentais para a recuperação econômica posterior diante de uma das crises mais profundas do sistema capitalista.

### **CAPÍTULO 3 - O olhar da teoria minskyana sobre a crise econômica de 2008**

A crise econômica de 2008 pode ser retratada com base nos postulados da teoria minskyana. Wray (2011) foi um dos diversos autores que associaram os principais conceitos de Hyman Minsky a este episódio, ao afirmar que havia duas proposições principais que guiariam essa relação de associação.

A primeira proposição é a de que existem dois regimes financeiros, de forma que um leva a economia à estabilidade e o outro a leva à instabilidade. Já a segunda proposição é a de que a estabilidade é desestabilizadora, uma vez que o processo endógeno irá tornar frágil todo o sistema financeiro e econômico. Sendo assim, Wray (2011) destaca que a crise do *subprime* foi um resultado natural do processo de explosão de preços dos imóveis, dívida hipotecária e várias posições alavancadas em que os agentes se encontravam. Este cenário atrelado à pouca regulamentação e baixa supervisão sobre as instituições financeiras levou a um “acidente inevitável” que, por sua vez, alterou a estrutura do sistema bancário norte-americano.

Tem-se, ainda, que Hyman Minsky, em sua obra “*Can It happen again?*”, de 1982, discorre sobre a possibilidade de uma crise financeira de grandes proporções assolar a economia mundial novamente. Para isso, o autor desenvolve uma teoria que mostra as falhas intrínsecas do capitalismo, demonstrando, como Wray (2011) reproduziu, que a estabilidade do sistema é inerentemente instável. Nesse contexto, a crise do *subprime* de 2008 fez ressurgir os ensinamentos da teoria minskyana, já que mostrou que uma crise de grandes proporções poderia acontecer novamente.

#### **3.1. O “Momento Minsky”**

Algumas crises ou momentos da história mundial passaram a serem referidos como “Momento Minsky” devido a elementos que remetiam às análises de Hyman Minsky. O termo foi usado pela primeira vez por Paul McCulley em 2001 ao descrever a crise da dívida da Rússia, e posteriormente esteve presente em textos de diversos outros grandes economistas, conforme aponta Vercelli (2009).

O fato é que este termo voltou a ser muito conhecido contemporaneamente por ter sido a primeira forma mais direta com que se associou algumas considerações minskyanas com a possibilidade de crises financeiras, inclusive no caso da crise de 2008, ainda que o termo, em si, apresente várias interpretações. Segundo Vercelli (2009), os autores se diferem

em relação ao “Momento Minsky” ao descrevê-lo como um processo ou, ao contrário, um ponto específico no tempo.

Magnus (2007) é um dos autores que abordaram e escreveram sobre o “Momento Minsky”. Para ele, este conceito pode ser descrito como o momento quando os agentes sobreendividados se veem obrigados a vender até seus ativos mais seguros para cumprir com seus empréstimos, provocando fortes quedas no mercado financeiro e resultando em um aumento da demanda por dinheiro. Em resumo, o termo diz respeito a uma restrição creditícia que é resultado de uma inversão das expectativas e de uma queda na confiança dos agentes, que acontece depois de um período de rápido crescimento do endividamento. Neste cenário, o aumento da demanda por liquidez leva as unidades econômicas a reavaliarem seus portfólios, revendo suas posições em ativos menos líquidos. Dessa forma, na visão de Magnus (2007), tem-se que a demanda generalizada por dinheiro transforma a liquidez do mercado em algo escasso, pois os próprios emprestadores da economia estão em busca dessa liquidez.

Tem-se, então, que o termo “Momento Minsky” foi bastante utilizado dentro do arcabouço da crise de 2008. O termo foi retomado por diversos autores para descrever tanto períodos específicos, quanto processos oriundos da crise imobiliária e de sua transformação em uma crise econômica e financeira global. Deve-se ressaltar, no entanto, que se trata de apenas uma das possibilidades de associação da crise com a teoria minskyana. Isso porque a análise dos determinantes e dos desdobramentos da crise permite retomar também outros conceitos descritos no primeiro capítulo, como, por exemplo, a Hipótese da Instabilidade Financeira, de Hyman Minsky.

### **3.2. Os elementos minskyanos na crise econômica de 2008**

Um dos pressupostos da Hipótese da Instabilidade Financeira, presente em Minsky (1992), descreve algo muito semelhante ao cenário financeiro norte-americano. No início da década de 2000, os Estados Unidos viviam um período de uma economia capitalista que operava sem grandes regulações e que possuía um sistema financeiro sofisticado, complexo e em contínua evolução.

É possível, portanto, destacar, à luz do pensamento de Hyman Minsky, dois elementos principais a respeito da crise econômica de 2008. O primeiro se refere à caracterização do ciclo da economia no período, com a presença de uma fase de *boom*, durante a qual o cenário macroeconômico é favorável e a economia apresenta taxas de investimento elevadas, margens de segurança reduzidas e grande especulação sobre ativos com seus preços em alta,

bem como outra fase de *bust*, em que o cenário de otimismo se altera, com reversão das expectativas, levando os agentes econômicos a procurarem se desfazer de seus ativos em busca de moeda, liquidando seus ativos a preços cada vez menores e, assim, entrando em uma fase de colapso (MINSKY, 1992).

Esse primeiro elemento se fez presente na economia norte-americana com a fase de *boom* sendo representada pelo período em que a taxa de juros atingiu um patamar baixo no início dos anos 2000, o que viabilizou um crescimento forte da economia, com o crescimento do investimento e intensificação do consumo, bem como se verificou uma grande escalada dos preços dos ativos imobiliários e financeiros. Em decorrência do aquecimento da economia e de uma política de maior aperto monetário adotada pelo *Federal Reserve* na forma de aumento gradual da taxa de juros em prol de controlar a inflação, a economia norte-americana entrou em uma fase *bust* do ciclo, desencadeando o processo observado a partir de meados de 2007.

Ainda baseado em Minsky (1992), o segundo elemento seria de caráter mais estrutural, a exemplo da excessiva liberalização financeira, assim como o seu caráter pouco regulado e a presença de inovações financeiras que contribuiriam para a fragilização do sistema como um todo. É possível encontrar, no caso da economia norte-americana, características como essas quando se pensa no *boom* imobiliário, iniciado em meados de 2000, e até mesmo antes, no estouro da bolha *dotcom*. Nesses dois cenários, com maior intensidade durante a crise do *subprime*, os agentes, credores e instituições financeiras se tornavam cada vez mais criativos e encontraram diversas maneiras de evitar a regulamentação e supervisão do sistema financeiro.

Além disso, para Minsky (1986), a economia de livre mercado se constitui em um sistema inerentemente instável e propenso a gerar grandes crises econômicas. Tal instabilidade e as contradições do capitalismo de livre mercado estão presentes dentro da própria evolução das estruturas financeiras frágeis que surgem espontaneamente dentro do processo concorrencial da economia capitalista, pontos que também são muito visíveis no período da crise de 2008.

É importante realçar o caráter espontâneo por meio do qual, de acordo com Minsky (1986), surgem no mercado estruturas financeiras frágeis voltadas a financiar os investimentos na economia capitalista. Para o autor, o que faz a economia mudar do estado de *boom* para o estado de *bust* e o que torna um sistema financeiro frágil de maneira

espontânea é justamente a atuação de empresas e bancos na busca por lucros, que não é algo premeditado, mas sim inerente ao sistema capitalista, em especial quando desregulamentado. Em outras palavras, Minsky (1986) assume que o arranjo capitalista é inerentemente instável devido ao comportamento empresarial diante das possibilidades de financiar seus planos de expansão.

*“O maior defeito da economia capitalista é ser instável. Isso não se deve a choques externos ou à ignorância ou incompetência dos policy makers, mas sim a processos inerentes a ela. As dinâmicas de uma economia capitalista com estruturas financeiras complexas e evolucionárias levam ao desenvolvimento de condições incoerentes – à inflação alta e persistente ou a depressões.” (MINSKY, 1986, p.11).*

Neste momento, cabe destacar outro ponto presente tanto na teoria de Hyman Minsky, quanto no que antecede o ápice da crise de 2008: o movimento de alavancagem e as posições especulativas exacerbadas pelo uso de derivativos. Como mencionado anteriormente, para o autor, a instabilidade está associada a um alto grau de fragilidade financeira decorrente das posições assumidas pelas unidades econômicas. Essa fragilidade seria gerada justamente na fase ascendente do ciclo econômico, período em que as expectativas quanto ao futuro dos que investem e daqueles que financiam os investimentos são crescentemente favoráveis e seus riscos subestimados. Estes conceitos se encaixam perfeitamente quando se trata também dos derivativos, um dos instrumentos fortemente utilizados não apenas para diversificar riscos, mas para especular, nos mercados financeiros.

Assim como apontado por Minsky (1992), quando posições especulativas são assumidas, e nesse caso, via uso de derivativos, aqueles que eventualmente incorrem em perda, em função de uma oscilação no preço do ativo, sofrem um forte abalo no mercado. As operações com derivativos são operações alavancadas, nas quais os pagamentos devidos de uma parte a outra são feitos ao longo do contrato, ou no final da operação e, se perdas substanciais acontecem, ativos podem ter de ser vendidos a fim de que se cubram as obrigações pendentes (DEOS, 1998). Caso essas transações ocorressem de forma localizada, poderiam não ter maiores efeitos, porém o problema para a economia como um todo ocorre quando este processo acontece em grande escala, como verificado no caso norte-americano por meio de inúmeras inovações financeiras.

Para Wray (2011), o problema principal da economia norte-americana é que as finanças simplesmente se tornaram muito grandes, o que significa para o autor que o setor

está capturando boa parte dos lucros privados e do valor agregado do PIB do país, sendo assim, não é surpreendente que haja uma desregulamentação, principalmente, sobre as grandes instituições do setor bancário. A estrutura bancária e financeira norte-americana se fortaleceu nos anos que antecedem a crise de 2008 e foi notável neste período o fortalecimento específico dos bancos e, quando se tem muitos bancos detentores de grandes ativos do sistema financeiro, o impacto decorrente de situações adversas toma uma dimensão significativamente maior. Isso porque o aumento da concentração bancária, como o que ocorreu no período, intensifica os choques no sistema e, por sua vez, reduz a capacidade dos reguladores de exercerem a política monetária com o objetivo de melhorar o desempenho da economia (WRAY, 2011).

Ainda na esfera do funcionamento do sistema financeiro, até mesmo as funções de financiador da economia real das instituições foram afetadas pelo movimento especulativo, dado que o período também foi marcado por um histórico de empréstimos tidos como não confiáveis. Esse papel do sistema financeiro como financiador da economia real é analisado por Minsky (1992), segundo o qual, o problema estava na diferença qualitativa do fluxo de recursos nesse processo. Ao conceder os recursos através de empréstimo a uma firma, o banco baseia-se em uma expectativa de lucro que está por vir, já no caminho inverso, ao ter que pagar o empréstimo contraído no passado, a empresa baseia-se no lucro realizado. Dessa forma, poderia haver uma divergência entre o lucro esperado *ex-ante* e o lucro realizado *ex-post*.

Essa expectativa de lucro apresenta mais um aspecto em convergência entre a crise de 2008 e os estudos de Hyman Minsky. Segundo o autor, essa expectativa seria engendrada pela sensação de prosperidade da economia durante o período de *boom* do ciclo, o que representaria um caráter endógeno presente nas crises. Isso porque a sensação de prosperidade da economia somada ao ambiente concorrencial acabaria por aguçar a vontade a arriscar-se mais, dado que o ambiente parece estável na perspectiva do agente individual. É dessa forma que a estabilidade econômica pode vir a gerar a própria fragilidade financeira, pois indivíduos em ambientes estáveis são tentados a se arriscar mais (MINSKY, 1992).

Isto posto, tem-se que o contexto econômico norte-americano da década de 1970 em diante, considerando todas as mudanças estruturais decorridas a partir desse período, contribuíram para culminar em um “Momento Minsky” em 2008. Este não dependeu de fatores exógenos para ocorrer, mas resultou da atuação das famílias, instituições financeiras e empresas em busca do próprio interesse, motivados pelo aquecimento do mercado

imobiliário, expansão de crédito e valorização da riqueza imobiliária e financeira, que alimentaram um otimismo exagerado para a economia.

A partir da hipótese de que o núcleo da instabilidade reside no funcionamento do sistema financeiro moderno, Minsky (1986) elabora os três tipos de estruturas de financiamento que foram anteriormente explanadas, identificadas como *hedge*, especulativa e *Ponzi*. A classificação desses três tipos de financiamento ajuda a compreender o fator gerador dos desequilíbrios e da instabilidade econômica que culminou em problemas de liquidez, falências em massa e altos níveis de desemprego durante as crises.

*“Em particular, durante um período prolongado de tempos favoráveis, as economias capitalistas tendem a se mover de uma estrutura financeira dominada por unidades hedge para uma estrutura dominada pelas unidades envolvidas em finanças especulativas e Ponzi.”* (MINSKY, 1992, p. 8)

Essa migração de tomadores de recursos do tipo *hedge* para o tipo *Ponzi* foi exatamente o que ocorreu no caso norte-americano no período da crise de 2008. A partir de 2001, o desempenho da economia conferiu a cada agente a sensação de estabilidade. Dentre estes agentes, estavam os bancos como destaque, que se tornaram mais propensos a se arriscar e, portanto, passaram a emprestar mais a agentes do tipo *subprime*.

Dessa forma, as economias capitalistas modernas, inclusive a norte-americana, operariam rumo a um cenário de crescente fragilidade. Segundo Wray (2011), a fragilidade seria causada pelo *money manager capitalism*, descrito pelo autor como sendo um sistema econômico caracterizado por fundos altamente alavancados em busca de maiores retornos em um ambiente que sistematicamente subestima o risco.

Já para Whalen (2008), o *money manager capitalism* descreve um período em que investidores institucionais passam a exercer participação cada vez mais dominante na economia norte-americana. Isto pode ser visto durante todo o processo de desregulamentação do sistema financeiro dos Estados Unidos a partir da década de 1970, marcado por pressões das instituições financeiras por um maior grau de liberalização, o que gerou o cenário da bolha imobiliária norte-americana e, posteriormente, os mesmos efeitos notados dentro do ciclo minskyano.

Bordo (2007) traz este ponto de vista do ciclo econômico ao destacar o papel de Hyman Minsky na interpretação de um ciclo que começa com um estágio de grande expansão do investimento e grande crescimento econômico, validado por forte atuação dos bancos nos

processos de financiamentos que inicialmente atendem a um arranjo do tipo *hedge*. O ambiente favorável e a expectativa de perpetuação de um cenário favorável levam alguns agentes a se alavancarem e passarem a aceitar obrigações maiores ou muito próximas de suas receitas esperadas, diminuindo a margem de segurança em caso de imprevistos.

Diante deste cenário, os bancos validam a alavancagem desses agentes e, assim, instaura-se maior euforia na economia com uma tendência crescente de busca por financiamento. As taxas de investimento da economia então aumentam, assim como os preços dos ativos, o que leva os agentes especuladores a comprarem cada vez mais ativos na expectativa de vendê-los por um preço maior em um futuro próximo. Porém, o problema surge pelo fato de o arranjo de financiamento passar a ser do tipo frágil e vulnerável frente à alta das taxas de juros.

A alta dos juros reverte as expectativas dos agentes e a incerteza os leva a aumentarem sua preferência pela liquidez, buscando assim liquidar seus ativos e tornando a concessão de crédito por parte dos bancos mais rígida, dando origem a momentos de iliquidez no sistema e de queda no preço dos ativos a fim de revertê-los em moeda o quanto antes. Reduz-se o investimento na economia, entra-se em um momento de crise e incerteza aguda, que pode resultar em prolongada recessão.

Em resumo, o que se tenta mostrar por Bordo (2007), ao reproduzir o ciclo de Hyman Minsky, é justamente o movimento que esteve presente na estrutura financeira da crise de 2008, o que ratifica a ideia de Hyman Minsky de que a economia capitalista cria endogenamente estruturas financeiras frágeis sujeitas a crises. Outro processo que também se fez presente na crise de 2008, sublinhado por Minsky (1986), foi a atitude dos governos de injetar liquidez no mercado por meio do exercício de sua função de prestador de última instância. Essa medida visava dar maior liquidez aos mercados e atenuar os efeitos da crise, de modo a evitar uma recessão.

Do ponto de vista de Minsky (1986), o Banco Central exerce um papel fundamental na manutenção da coerência de um sistema que é inerentemente fadado à instabilidade. Em conjunto com as ações do Banco Central, o governo deveria 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. Ainda, de acordo com Minsky (1986), a combinação entre políticas governamentais eficazes e a intervenção do Banco Central como guia para o sistema bancário poderia evitar picos de deflação e depressão na economia, validando as expectativas de lucros dos empresários e incentivando o investimento. No entanto, mesmo

que essas políticas de contenção funcionem para dar coerência ao sistema, os agentes estão sempre à procura de lucros, se ajustando as limitações e desenvolvendo novas maneiras através das inovações financeiras de alcançá-los.

Além disso, Minsky (1986) pontua que as grandes instituições bancárias tentam, de toda forma, escapar da legislação mais restritiva imposta por outros órgãos reguladores e das pressões exercidas pelo Banco Central. Para o autor, a ocorrência de maior instabilidade provém de mudanças estruturais e institucionais que tornam o sistema bancário de uma economia concentrado em torno de grandes conglomerados bancários. Estas estruturas gigantes e complexas, dotadas de grande poder político e econômico, acabam se colocando além da cobertura da regulação. Assim sendo, o sistema fica sujeito a uma próxima crise, como a que ocorreu em 2008, reforçando os conceitos de ciclos econômicos e instabilidade financeira expostos na teoria minskyana.

No entanto, apesar de muito pontuada, a questão do caráter endógeno da fragilização da economia exposta por Hyman Minsky teve alguns de seus aspectos questionados por alguns autores, como Jan Kregel. Kregel (2008), ao analisar a crise de 2008, argumenta que as crises não são resultado de um processo endógeno tradicional em que o estreitamento das margens de segurança leva a fragilidade, assim como elucidado no ciclo elaborado por Hyman Minsky e exposto acima. Isso porque, para Kregel (2008), na verdade, as margens de segurança já eram insuficientes desde o início da bolha imobiliária. Ou seja, para o autor, as margens de segurança já eram baixas desde o início de crise devido ao novo sistema de avaliação de crédito iniciado nos anos 1980, o modelo de “originar e distribuir” que foi resultado da modernização do sistema financeiro, e dessa forma não seria esse o aspecto exacerbador da crise.

Para Kregel (2008, p.24), a crise “tem pouco a ver com o mercado hipotecário (ou hipotecas subprime, por si só), mas sim com a estrutura básica de um sistema financeiro que superestima a credibilidade e barateia os riscos”. Dessa forma, a crise apenas revelou a inadequação do processo de avaliação de crédito e a subestimação do risco das hipotecas *subprime*. Portanto, a crise possui pouca relação com as hipotecas *subprime* por si só e a partir dessa perspectiva, portanto, a redução das margens de segurança e a fragilização não ocorreram de forma endógena, mas como resultado da transformação institucional ocorrida na década de 1980 (KREGEL, 2008).

No entanto, Hyman Minsky também considerava em sua teoria a influência da estrutura institucional no comportamento dos agentes e não apenas o papel exercido pelas

margens de segurança. Dessa forma, o argumento de Kregel (2008) de que as margens de segurança não foram reduzidas endogenamente, mas sim pela nova estrutura do sistema financeiro, não é suficiente para refutar este aspecto do conceito de “Momento Minsky” dentro do arcabouço da crise do *subprime*, uma vez que foi exatamente a desregulamentação que permitiu a atuação de maior risco por parte dos agentes, desencadeando processos inflacionários, especulativos e de deflação de débitos observados nos anos 2000.

Nota-se, desse modo, que há na literatura diversos pontos de maior ou menor congruência entre a crise econômica de 2008 e a teoria minskyana. Contudo, em grande medida, é possível destacar que os fatores que resultaram na crise não foram exógenos, mas consequência da atuação das famílias, instituições financeiras e empresas diante de um movimento de maior liberalização e desregulamentação dos mercados financeiros nas últimas décadas, o que amplificava as flutuações e a instabilidade endógena observada em diversas obras de Minsky. Como aponta Roubini (2007), conforme se expandia a bolha imobiliária, mais eram corroídas as margens de segurança e mais a economia se inundava de unidades especulativas e *Ponzi*, tornando-se mais vulnerável a qualquer evento desestabilizador.

## CONCLUSÃO

A presente monografia buscou na crise econômica de 2008 aspectos semelhantes aos descritos por Hyman Minsky em sua teoria sobre o funcionamento do sistema econômico capitalista. Buscou-se estabelecer uma ligação entre as teorias desenvolvidas pelo autor e a crise do *subprime*, em particular sua interpretação acerca do caráter endógeno da instabilidade financeira e a ocorrência de crises.

A motivação para se chegar à conclusão desta pesquisa foi fundamentada no fato de a crise de 2008 ser considerada a maior crise financeira desde os efeitos da Grande Depressão que se seguiram após a crise de 1929. A ocorrência da crise de 2008, assim como nos anos 1930, resultou em consequências que ultrapassam a esfera dessa pesquisa, trazendo à tona, por exemplo, debates entre liberalismo e intervenção estatal, bem como entre desregulamentação e regulação do sistema financeiro.

A fim de organizar a exposição dos conceitos e ideias utilizadas, primeiramente foram apresentados os principais elementos da teoria de Hyman Minsky relacionados ao entendimento da dinâmica capitalista e a respeito da instabilidade fundamental inerente ao sistema. Em seguida, o foco voltou-se para os antecedentes e desdobramentos da crise econômica de 2008 nos Estados Unidos, destacando suas principais características. Por fim, procurou-se estabelecer conexões entre elementos da teoria minskyana e o desenrolar da referida crise.

Foi possível identificar, ao longo da elaboração do estudo e com base nos pontos apresentados, inúmeros comportamentos desestabilizadores que alimentaram a bolha imobiliária e nos mercados de derivativos, resultando na profunda fragilização do sistema financeiro. O comportamento eufórico devido à onda de otimismo se transformou em um comportamento imprudente, que se ramificou pela economia, de forma que a fragilização da economia se tornou algo sistêmico. Enquanto crescia a alavancagem, gradativamente eram corroídas as margens de segurança, sem a devida percepção de risco por parte dos agentes econômicos.

Com a subida dos juros americanos em meados da década de 2000, o aumento da inadimplência e a queda nos preços dos imóveis, a reversão do ciclo veio à tona, o que se enquadra na abordagem da hipótese de instabilidade financeira de Hyman Minsky. A dificuldade inicial do *Federal Reserve* em obter resultados suficientes atuando como prestador de última instância demonstrou o quão frágil se encontrava o sistema financeiro

norte-americano, o que resultou posteriormente, inclusive, na adoção de políticas monetárias não convencionais, buscando restaurar a liquidez dos mercados financeiros e o funcionamento da economia de modo geral.

Têm-se, então, elementos suficientes para caracterizar a crise de 2008 dentro do espectro do ciclo minskyano. O desempenho da economia norte-americana a partir de 2001, aliado às baixas taxas de juros, levou os agentes econômicos a incorporarem maior euforia e confiança na economia, conferindo-lhes disposição a arriscar mais. Naquele momento, devido às características estruturais do sistema financeiro e à forte presença de inovações financeiras, desencadeou-se um processo de fragilização financeira vastamente tratado ao longo deste trabalho.

Os agentes econômicos passaram a adotar posições mais arriscadas, caracterizando suas finanças cada vez mais como do tipo especulativo e *Ponzi*. Com a mudança da política monetária e a elevação da taxa de juros, elevou-se a dificuldade de acesso ao crédito e os agentes endividados começaram a encontrar dificuldades crescentes em refinar suas posições para cobrir suas obrigações. Com a difusão desse processo, exacerbada pelos instrumentos de derivativos financeiros, assistiu-se à transformação de uma crise iniciada no mercado imobiliário para uma intensa crise financeira e econômica global, o que exigiu, tal como retrata Hyman Minsky em diversas de suas obras acerca de episódios como este, uma forte atuação governamental para atenuar os impactos da crise, tanto nos mercados financeiros como na economia real.

Dessa forma, a pesquisa conseguiu destacar aspectos da teoria do autor que corroboram a hipótese de que todo o processo de fragilização que resultou na crise do *subprime* ocorreu de maneira endógena. Além disso, a pesquisa destaca que a economia norte-americana transitou de um período de *boom* para um período de *bust* sem a necessidade de ocorrências de choques exógenos. Ficou claro que, diante de um processo mais estrutural de desregulamentação financeira, proliferação de inovações financeiras e atuação dos *money managers*, a reversão do ciclo expansivo resultou em profunda deflação de ativos e elevado endividamento. Como medidas emergenciais, foram adotadas políticas com a finalidade de criar condições que atenuassem tais processos de excessiva alavancagem e espraiamento dos riscos.

Diante das enormes perdas sofridas pelo sistema econômico mundial no período, as consequências e impactos da crise se estendem por anos ao longo da década seguinte. Esse movimento de recessão que tomou as economias ao redor do globo no fim da primeira década

dos anos 2000 demonstrou a fragilidade do sistema capitalista, chamando a atenção para a necessidade de reformas nas instituições e no sistema financeiro, caso o desejo seja a prevenção de perdas futuras tais como as sofridas pela agitação iniciada no mercado imobiliário norte-americano.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALBUQUERQUE, Diogo Daniel Bandeira. *The business cycle in Kalecki, Schumpeter and them interprets: Possas e Minsky*. 2015. 162 f. Master dissertation – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2014.
- BAHRY, Thaiza Regina. GABRIEL, Luciano Ferreira. **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, jan./abr. 2010.
- BARONE, Ricardo Strazzacapa. **Uma contribuição para o debate sobre as causas da crise financeira estadunidense de 2007/2008** – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2014.
- BORDO, Michel. *Is the crisis problem growing more severe?*. Economic Policy, 2001.
- BORÇA JUNIOR, Gilberto Rodrigues. TORRES FILHO, Ernani Teixeira. **Analisando a Crise do Subprime**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 129-159, Dez. 2008.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **A economia internacional e o Brasil. A crise financeira e seus (possíveis) impactos**. Revista do Instituto Humanitas Unisinos, nº372, ano XI, Nov. 2011.
- BULLIO, Olivia Maria. **Discricionariedade e Mandato de Bancos Centrais em Contexto de Desregulamentação Financeira: O caso do Federal Reserve na Crise de 2007 a 2009**. Tese de Mestrado em Economia Política. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. 2010.
- CAGNIN, Rafael Fagundes. **O ciclo dos imóveis e o crescimento econômico nos Estados Unidos 2002-2008**. Estudos Avançados, São Paulo, v. 66, 2009.
- CAGNIN, Rafael Fagundes. **Os imóveis residenciais e o capitalismo financeirizado nos Estados Unidos**. 2018. 1 recurso online (220 p.). Tese (doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP.
- CASSIDY, John. *Dot.con: How America Lost Its Mind and Its Money in the Internet Era*. 2009.
- CHESNAIS, François. **A mundialização do capital**. 1994.
- CHICK, Victoria. *The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest*. Economies et Societes, Paris, n. 3, 1986. (Serie Monnaie et Production).
- CINTRA, Marcos Antônio Macedo; e CAGNIN, Rafael Fagundes. **Evolução da estrutura e dinâmica das finanças norte-americanas**. Econômica, v. 9, n. 2, 2007.
- CINTRA, Marcos Antonio Macedo. FARHI Maryse. **A crise financeira e o global shadow banking system**. Novos estudos, nº82. 2008.

CONCEIÇÃO, Daniel Negreiros. **Nota Técnica Introdutória ao artigo “A Hipótese da Instabilidade Financeira”**. Revista Oikos, Rio de Janeiro, vol. 8, n. 2, 2009.

de Hyman P. Minsky

COLISTETE, Renato Perim. **Hyman Minsky: uma visão da instabilidade a partir de Keynes**. Revista de Economia Política, vol. 9, n. 2, abr./jun. 1989.

DEOS, Simone Silva de. **Instabilidade financeira numa economia de mercado de capitais**. Ensaio FEE, Porto Alegre, v.19, n. 2, p. 38-62, 1998.

DEOS, Simone Silva de. RAMOS, Luma Souza. **Os bancos too big to fail nos Estados Unidos e a nova regulação: uma crítica a partir de Minsky**. XX Encontro Nacional de Economia Política, v. 1, Foz do Iguaçu, PR, Brasil, 2015.

DÓRIA, Silvio. **A bolha ponto com**. Terraço Econômico. Nov/2014. Disponível em: <https://terracoeconomico.com.br/a-bolha-ponto-com/>. Acesso em 28 de julho de 2020.

DYMSKI, Gary A. *Why the Subprime Crisis is Different: A Minskyian Approach*. Cambridge Journal of Economics, n.34, 2010.

EVANS, Trevor. **Cinco explicações para a crise financeira internacional**. Revista Tempo do Mundo, v. 3, n. 1, abr/2011.

FARHI, Maryse. PRATES, Daniela Magalhães. **A crise financeira e a evolução do sistema bancário**. Brasília, 2018.

FERRARI FILHO, Fernando. SILVA, Gustavo Teixeira Ferreira. **A crise financeira internacional de 2007-8 e a Grande Depressão: uma análise comparativa**. Texto para Discussão. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, nº 01/2012.

FERRI, Piero. MINSKY, Hyman. *Market Process and Thwarting System*. Levy Institute, Working Paper n.64, 1991.

FIORI, José Luís. TAVARES, M. C. **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis: Vozes, 1998.

GONTIJO, Claudio. **Raízes da crise financeira dos derivativos subprime**. Belo Horizonte. UFMG/Cedeplar, 2008.

JEFFERS, Esther. PLIHON, Dominique. **Universal Banking and Shadow Banking in Europe**. 2011.

KEYNES, John Maynard. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. 1936.

KREGEL, Jan. *Minsky's Cushions of Safety: Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market*. The Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief, n.93, 2008.

MAAHS, Fabiane. **A crise econômica de 2008 nos Estados Unidos e no Brasil**. Monografia – Universidade Federal do Paraná, Paraná, 2014.

MAGNUS, George. *The Credit Cycle and Liquidity: Have We Arrived at Minsky Moment?* Economics Insights, UBS Investment Research, 2007.

MARCATO, Marília Bassetti. **Microfundamentos: Hyman P. Minsky e os modelos de fragilidade financeira**. Revista de Economia, v. 40, n. 2(ano 38), p. 39-58, mai./ago. 2014. Editora UFPR.

McCULLEY, Paul. *The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey*. PIMCO, May 2009.

McCULLEY, Paul. *The paradox of deleveraging*. Global Central Bank Focus, Jul. 2007.

MINSKY, Hyman Philip. *Can "It" Happen Again?: Essays on Instability and Finance*. 1982.

MINSKY, Hyman Philip. WHALEN Chales. *Economic insecurity and the institutional prerequisites for successful capitalism*. Journal of Post Keynesian Economics, vol. 19, no. 2. 1996–1997.

MINSKY, Hyman Philip. **Estabilizando Uma Economia Instável**. 1986.

MINSKY, Hyman Philip. **Integração financeira e política monetária**. Economia e Sociedade, Campinas, n. 3, dez. 1994b.

MINSKY, Hyman Philip. **John Maynard Keynes**. 1975.

MINSKY, Hyman Philip. *The financial instability hypothesis*. Working Paper Series: The Levy Economics Institute of Bard College. 1992.

PALLEY, Thomas. *The Limits of Minsky's Financial Instability Hypothesis as an Explanation of the Crisis*. Working Paper, Germany, 2009.

PAULA, Luiz Fernando. FERRARI FILHO, Fernando. **Tempos Keynesianos. Desdobramentos da crise financeira internacional** – Dossiê da Crise. Rev. Econ. Polit. vol.31 no.2 São Paulo Abr./Jun 2011.

PEDRA, Alysson Correia. **A crise financeira de 2008 e seus impactos na economia brasileira: uma análise sob a perspectiva de Minsky**. Dissertação de mestrado – Universidade Federal do Espírito Santo. 2013.

RAMOS, Luma Souza. **A hipótese da instabilidade financeira e o encontro de Minsky com a economia brasileira: a experiência das corporações nacionais nos anos 2000 e o caso da Sadia na crise de 2007/2008.** Dissertação de mestrado – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2014.

ROUBINI, Nuriel. *Are We at The Peak of a Minsky Credit Cycle?*. EconoMonitor, 2007.

SCHUMPETER, Joseph. **Teoria do Desenvolvimento Econômico.** 1911.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. **Entendendo a crise do subprime.** Visão do Desenvolvimento, São Paulo, nº44, 2008.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. **O estouro de bolhas especulativas recentes: os casos dos estados unidos e do Japão.** Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Brasília. Rio de Janeiro: Ipea, 2015.

The Free Dictionary [Internet]. "Managed Money". *Farlex Financial Dictionary*, Farlex, 2009 [cited 28 Jul. 2020]. Available from: <https://financialdictionary.thefreedictionary.com/Managed+Money>.

VERCELLI, Alessandro. *A Perspective on Minsky Moments: The Core of the Financial Instability Hypothesis in Light of the Subprime Crisis.* Working Paper nº 579. Levy Institute. 2009.

WHALEN, Charles William. *The credit crunch: a Minsky moment.* 2008.

WRAY, Larry Randall. *Minsky's Financial Instability Hypothesis and the Endogeneity of Money.* 1992

WRAY, Larry Randall. *Minsky's Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis.* Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper N. 661, 2011.