



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE  
CAMPINAS**

**Instituto de Economia**

# “It” Can Happen Again!

Uma Revisão da Teoria de Minsky e suas Aplicações à Crise  
de 2007/2008

**ÉDINA PAULA DE SOUZA**

Campinas, dezembro de 2011.

## “It” Can Happen Again!

Uma revisão da Teoria de Minsky e suas Aplicações à Crise de 2007/2008

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Graduação do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação do Prof. Dr. Rogério Pereira de Andrade.

**Campinas**

**2011**

**Campinas**

**2011**

Souza, Édina P. **“It” Can Happen Again!:** Uma Revisão Teórica de Minsky e suas Aplicações à Crise de 2007/2008, 2011, 66.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

### **RESUMO**

A teoria de Hyman Minsky volta à tona com a crise financeira iniciada em 2007. Sua hipótese de instabilidade financeira sugere que as crises são inerentes ao sistema capitalista e que, sob uma evolução normal, a economia passará pela transformação de uma estrutura estável para uma instável. Em grande parte, essa alteração pode ser explicada pelas inovações financeiras criadas pelas instituições para fugir às regulações impostas pelas autoridades e pela redução da margem de segurança por parte dos agentes que se sentem mais seguros diante de um período de estabilidade. Mesmo sendo inerente ao funcionamento da economia, a instabilidade pode ser controlada através da atuação do *Big Government* e do *Big Bank*, substituindo a demanda privada e garantindo a validação das dívidas, respectivamente. Dada sua capacidade de entendimento do funcionamento da estrutura capitalista, Minsky sugere políticas a se adotar para que ela se mantenha estável por mais tempo. O objetivo desse trabalho é analisar a crise financeira de 2007/2008 sob essa perspectiva e verificar se ela pode ser considerada um *momento Minsky*.

**Palavras-Chave:** Hipótese de Instabilidade Financeira, Inovações Financeiras, Derivativos, Crise Subprime, Big Government, Big Bank, Posturas hedge, especulativa e Ponzi.

### **ABSTRACT**

The Hyman Minsky's theory comes back when the financial crisis started in 2007. His financial instability hypothesis suggests that the crises are inherent to the capitalist system and that, under a normal course, the economy will go through the transformation from a stable to an unstable structure. In large part, this change can be explained by financial innovations created by the

institutions to avoid the regulations imposed by the authorities and by reducing the safety margin by agents who feel safer on a period of stability. Even though it is inherent in the functioning of the economy, instability can be controlled through the agency of Big Government and Big Bank, replacing private demand and ensuring the validation of debt, respectively. Given its ability to understand the functioning of the capitalist structure, Minsky suggests policies to adopt for her to stay stable longer. The aim of this paper is to analyze the financial crisis in 2007/2008 from that perspective and see if it can be considered as a *Minsky moment*.

**Key Words:** Financial Instability Hypothesis, financial innovation, derivatives, Subprime Crisis, Big Government, Big Bank, Postures hedge, speculative and Ponzi.

## Agradecimentos

Por ter sido meu porto seguro no momento mais incerto da minha vida, a melhor amiga de todos os momentos, a pessoa que até hoje - depois de todas as longas conversas, que me fizeram refletir sobre minhas atitudes e sobre o mundo - me faz acordar de manhã e querer ser uma pessoa melhor, dia após dia. À Andrea Cabeça que mudou meu futuro com seu amor incondicional e paciência infinita, além do apoio financeiro. Não importa que rumo a vida tome, eu sempre guardarei na lembrança tudo que pudemos aprender juntas.

À minha mãe, com que toda sua simplicidade e carinho, sempre me ensinou (além do que ela esperava, com certeza) que estudar é importante e, que por participar da minha vida escolar, conferindo se eu sabia toda a tabuada depois de chegar da escola, acabou despertando em mim o amor pelos estudos. Obrigada a minha “véinha” por prestar muita atenção aos jornais, só para poder conversar comigo sobre a crise econômica. Todas as minhas decisões mais difíceis são pautadas no amor que sinto por você, dona Maria, nunca se esqueça disso. Ao meu pai, porque afinal, sem ele eu não existiria.

Aos meus irmãos, por serem meus ídolos e as melhores pessoas que eu conheço no mundo. Pelo amor que sempre esteve presente entre nós, pelos puxões de orelha nos momentos certos, pela palavra de carinho ao telefone quando tudo que eu queria era estar em casa e não enclausurada em Campinas estudando nos finais de semana. Isso inclui a Aline também (se eu não especificar, ela vai dizer que eu escrevi só “irmãos” referindo-me aos meninos e não a todos). Todas as noites eu pedia a Deus para me dar uma irmãzinha, agora peço a ele para te dar juízo e auto-estima, porque você merece muito mais do que está tolerando.

Aos meus sobrinhos (Marcela, Camila e Pedro Henrique) por iluminarem minha vida, e por trazerem alegria àqueles com os quais não posso compartilhar todos os dias; e às minhas cunhadas por me proporcionarem tamanha felicidade. Obrigada por se somarem a nossa família.

Ao Carlos Eduardo, meu príncipe encantado, que eu cheguei a duvidar que um dia encontraria. Pelo amor que viemos construindo juntos nesses dois anos, pela atenção às minhas

necessidades, por ser a pessoa que mais me conhece, até mais do que eu mesma, por agüentar todas as minhas crises de chatices e por me fazer acreditar que nem todos os homens são iguais.

Aos meus queridos amigos da turma 07 de economia, muitos eu levarei para sempre em meu coração. Foram tantas coisas aprendidas juntos. Nossa caminhada foi bastante árdua, mas ela teria sido muito mais se não tivéssemos sido, desde o começo, uma turma tão unida e solidária. Deixo também registrado que podíamos ter conciliado mais diversão aos nossos semestres, mas sempre fomos uma turma certinha demais!

À sociedade brasileira que arca com toda a excelente estrutura que a Unicamp pode nos oferecer, espero ter contribuído de alguma forma com esse estudo, em retribuição.

Ao meu orientador, Rogério Andrade, primeiro por ter me inspirado o tema com as aulas sobre Minsky e, segundo, por ter chegado de viagem e pego minha monografia na metade, imagino que seja mais difícil orientar quando as coisas já estão mais ou menos. Obrigada também a todos os professores que fizeram a graduação valer a pena.

Ao Roberto Borghi, especialista em Minsky, por ter despendido seu tempo tentando me ajudar quando as coisas não estavam saindo como o esperado. Mesmo sem me conhecer, você foi muito generoso. Obrigada!

Ao André Godinho, por ser fonte de inspiração aos desafios que eu topei enfrentar. Por ter sido o chefe mais doidamente inteligente que eu já tive, por ter-nos feito rir e por ter colorido nossos dias com a sua incrível presença de espírito. Você é o maior exemplo de que uma pessoa pode ser tão humilde e caridosa quanto seu coração permitir.

A todos os companheiros de trabalho das três empresas por onde passei (supermercados São Roque, Mars Brasil e Robert Bosch). Obrigada pela imensa agregação profissional e pessoal que me proporcionaram; espero ter podido contribuir com meu trabalho e com a minha convivência, em algum aspecto, a cada um.

Agradeço a todos que passaram pela minha vida e me fizeram chegar até aqui. Todos, de alguma forma, tiveram influência na construção da pessoa que sou hoje.

## Sumário

<b>1. A INSTABILIDADE INERENTE AO SISTEMA .....</b>	<b>4</b>
1.2. CADA CRISE É ÚNICA .....	9
1.3. MINSKY E A HIPÓTESE DE INSTABILIDADE FINANCEIRA .....	12
1.4. AS SUGESTÕES DE MINSKY PARA A REFORMA FINANCEIRA .....	16
<b>2. O DESENVOLVIMENTO HISTÓRICO-INSTITUCIONAL QUE LEVOU À CRISE .....</b>	<b>24</b>
2.1. ALGUNS CONCEITOS IMPORTANTES.....	24
2.2. O CRASH DE 1929 E AS AMEAÇAS DE CRISE .....	26
2.3. A EVOLUÇÃO INSTITUCIONAL E AS CRISES .....	27
2.4. NOVOS INSTRUMENTOS E PRÁTICAS .....	29
2.5. COMPORTAMENTO DOS BANCOS .....	33
2.5.1. <i>A emergência do Sistema Financeiro Global na Sombra</i> .....	36
<b>3. A CRISE SUBPRIME .....</b>	<b>39</b>
3.2. WRAY, UM SEGUIDOR DE MINSKY ANALISANDO A CRISE.....	43
3.3. COMO A CRISE SUBPRIME E A TEORIA DE MINSKY SE CONECTAM.....	45
3.4. A INSOLVÊNCIA DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS.....	49
3.5. AS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO COMO AGENTES DIFERENCIAIS .....	50
<b>4. CRÍTICAS E SUGESTÕES DE POLÍTICAS INSPIRADAS NA TEORIA DE MINSKY .....</b>	<b>55</b>
4.1. O COLAPSO IMINENTE .....	55
4.2. AS SUGESTÕES DE POLÍTICAS DE MINSKY APLICADAS À CRISE SUBPRIME.....	56
4.3. AS PRÁTICAS FRAUDULENTAS.....	60
<b>CONCLUSÕES .....</b>	<b>63</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>65</b>

## INTRODUÇÃO

A crise financeira que irrompe em 2007 resgata a teoria de Hyman Minsky com grande ímpeto. Seu diagnóstico acerca dos desenvolvimentos institucionais que antecedem o colapso financeiro e a conseqüente emergência de uma estrutura que tem como principal característica a instabilidade, faz seus escritos serem revisitados à procura de respostas quanto ao desenvolvimento desse sistema tão instável e das políticas que devem ser adotadas pelas autoridades monetárias para reestruturar a economia.

Num contexto de crescimento econômico acelerado, os agentes passam a considerar viáveis projetos que outrora não seriam. Passam, então, a compor o financiamento com crescente participação do capital de terceiros e ficam progressivamente vulneráveis à oscilação das taxas de juros. Além disso, assumem projetos de longo prazo, que só proporcionam retornos depois de elevado desembolso e longo período de maturação, incorrendo em descasamento de prazos. Com um horizonte ampliado fica impossível prever como as variáveis macroeconômicas evoluirão, e uma mudança, aparentemente não muito relevante, pode reverter as expectativas, elevando as taxas de juros.

A análise da crise financeira iniciada com as hipotecas *subprime*<sup>1</sup> revela exatamente essa reversão de expectativas, pois os ativos lastreados nesse tipo de crédito cresceram até que as instituições financeiras dos Estados Unidos começassem a quebrar. O fenômeno refletiu-se ao longo de toda a cadeia, arrastando muitos à situação de insolvência e exigindo intervenção de vários bancos centrais em todo o mundo. A emergência da crise em 2007 e 2008 foi o auge de um processo iniciado há vários anos e que envolve todas as esferas da economia.

A atuação e intervenção das autoridades regulatórias são de extrema relevância para o desfecho de uma bolha especulativa. Não há dúvidas de que os bancos centrais ao redor do mundo assumiram seus papéis e injetaram muita liquidez e, apesar disso, é evidente que a economia não voltou a apresentar um desempenho razoável. Esse é um questionamento que esse

---

<sup>1</sup> Subprime (do inglês subprime loan ou subprime mortgage) é um crédito de risco, concedido a um tomador que não oferece garantias suficientes para se beneficiar da taxa de juros mais vantajosa (prime rate).



trabalho tenta elucidar; para tal, o desenvolvimento do arcabouço institucional e as inovações empreendidas são essenciais, pois tornam a supervisão e atuação das autoridades menos eficiente.

A securitização e a liberalização, empreendidas a partir da década de 80, iniciam o desenvolvimento de um sistema financeiro imune aos controles por parte das autoridades. As agências de classificação de risco, responsáveis por conceder o grau de investimento aos ativos, também são, em grande parte, responsáveis pelos rumos tomados. Não podemos, contudo, acreditar que os responsáveis pela supervisão e controle não tenham percebido essa alteração rumo a uma estrutura mais instável. Mas, o poder de intervenção é limitado quando as inovações no sistema financeiro, a princípio, indicam ganhos exponenciais.

O objetivo desse trabalho é mostrar que a crise *subprime* está dentro do escopo analítico desenhado por Minsky e que seria, no mínimo, esclarecedor se os agentes responsáveis pelas instituições regulatórias considerassem as sugestões que ele tem a oferecer, dada sua impressionante capacidade de análise sobre a transformação de uma economia rumo à instabilidade. Quando lemos seus escritos de décadas atrás, a impressão é que ele está prevendo ou descrevendo a crise que irrompeu em 2007.

Toda essa discussão é feita ao longo desse trabalho, que, além desta introdução, conta com mais quatro capítulos. No primeiro deles, esboça-se a teoria de Minsky e, principalmente, sua hipótese de instabilidade financeira, pela qual a economia capitalista é inerentemente instável, fadada a ciclos de negócios que têm sua periodicidade e dimensão determinadas pela capacidade de controle das instituições responsáveis, já que, em períodos de estabilidade, eleva-se a probabilidade de inovações financeiras que envolvem maior risco e que, por consequência, podem fazer a instabilidade espalhar-se pelo sistema se as autoridades não exercerem controle sobre elas.

No segundo capítulo faz-se uma análise do desenvolvimento institucional que possibilitou a crise. A tentativa é de esclarecer como as transformações institucionais de um país como os EUA puderam, nas décadas de 30 e 40, com o *New Deal*, assegurar o crescimento econômico por mais de 20 anos e agora não conseguem estabelecer limites de reservas frente à emissão de ativos das

instituições financeiras. A atuação do *Big Government* e do *Big Bank* foi fundamental e garantiu que a instabilidade de 1962 não progredisse para uma crise sistêmica, como aconteceu em 1929.

A crise de 2007 e suas especificidades são esboçadas no capítulo três. Elucida-se a inter-relação entre as instituições financeiras, que fez com que o risco se espalhasse de forma generalizada. Além disso, a atuação das agências de crédito é esmiuçada.

No capítulo quatro, alguns seguidores de Minsky, como Wray, Kregel e Whalen fazem a análise dos desenvolvimentos da crise sob a perspectiva teórica de Minsky, inclusive fazendo sugestões de políticas e críticas ao arcabouço institucional contemporâneo. Por último, algumas conclusões sobre a pesquisa são apresentadas.

## **1.A INSTABILIDADE INERENTE AO SISTEMA<sup>2</sup>**

### **1.1. Introdução**

Minsky pretende desenvolver uma teoria que explique a instabilidade inerente à economia capitalista. Seu objetivo é oferecer uma alternativa à teoria neoclássica vigente à época, pois esta não era suficiente para explicar o funcionamento da economia e, por consequência, não podia oferecer sugestões de políticas efetivas.

Opta por seguir os pontos de vista defendidos por Keynes e Simon acerca da endogeneidade da moeda e da impossibilidade de gestão dela por uma política monetária que se utiliza do controle de um conjunto específico de ativos, dadas as inovações empenhadas nas práticas financeiras.

O sistema bancário é importante pela intermediação entre o proprietário do dinheiro (depositante) e o investidor (tomador de empréstimo). Para o empreendedor é fundamental que o investimento gere retornos maiores do que seus compromissos; para o credor também, pois é a partir da efetivação das expectativas que será possível o retorno do capital. Minsky não ignora essa inter-relação em sua teoria. A preocupação passa a ser a expectativa de lucros, que induz a criação de dívidas, e a realização dos lucros que validam as dívidas estabelecidas.

As finanças afetam a economia capitalista de três maneiras: a formação de estoque de bens de capital; o financiamento das atividades de produção e distribuição de bens de consumo e de investimento; e, por último, o cumprimento dos compromissos financeiros, estabelecidos em contratos. Os preços dos ativos sofrem a influência das técnicas de financiamento oferecidas. As inovações criadas para facilitar o financiamento de bens tendem a elevar seus preços, os quais refletem as expectativas de fluxo de caixa futuro em comparação com o desembolso necessário para conseguir financiá-lo. Uma dívida envolve troca de dinheiro hoje por promessas de dinheiro no futuro. Quanto menor for o volume de recursos futuros exigidos nessa troca, maior a demanda por bens de capital.

---

<sup>2</sup> Essa parte do trabalho tem como principal referência o capítulo Minsky (1980).

A oferta de bens de capital é constante no curto prazo, por isso, variações na demanda acarretarão alterações nos preços. A maior proporção de dívidas dentro do portfólio das corporações sustenta o preço dos bens de capital, enquanto a explosão de fundos de financiamento, ou unidades incorporadoras de poupança, torna viável técnicas de financiamento de curto prazo.

A margem de segurança, nessa inter-relação, passa a ser uma variável importante para credores e investidores. Num primeiro momento, ela representa a diferença entre o retorno esperado do investimento e o desembolso para cumprimento dos compromissos financeiros. Se, ao longo da negociação, admite-se que a saída de caixa excede a entrada, uma segunda dimensão da margem de segurança é esboçada e ela depende do tamanho e da organização de um mercado secundário de refinanciamento. As instituições de poupança surgiram em anos de elevadas taxas de juros (1974-1975) e no final da década de 70 já investiam 46,2% de seus fundos em papéis do mercado aberto ou mistos. Ou seja, surgem como fontes alternativas de recursos para o financiamento de títulos de curto prazo.

Anos tranquilos podem render mais confiança aos envolvidos nos contratos. Como baseiam as expectativas em dados históricos, assumem que podem reduzir as margens de segurança e que as condições de refinanciamento permanecerão. Os contratos exprimem a subjetividade dos agentes. De certa forma eles assumem que as chances de ocorrer uma restrição de liquidez são mínimas. Se a preferência pela liquidez toma forma, o impacto sobre os preços dos ativos é direto. Eleva-se a relação entre compromissos financeiros e retorno dos investimentos no curto prazo por meio do aumento da taxa de juros. Numa tentativa de reduzir tais compromissos, as corporações passam a vender ativos, reduzindo o preço dos ativos de capital.

Minsky percebe a divisão do sistema financeiro. Em termos de uma parte que conta com a proteção oferecida pelos ativos (canais de refinanciamento estabelecidos pelo banco central e seguros de depósitos); e outra que carece de margens de segurança. Nesta última, uma corrida contra um ativo específico, dotado de retorno e risco próprios, poderia ter conseqüências desastrosas:

Associações de poupança são apenas o último de uma série de inovações do mercado financeiro e bancário que mudaram a natureza do sistema financeiro ao longo das últimas décadas. Começando com a emergência do mercado de fundos federais em meados dos anos 1950, as mudanças, tais como certificados de depósitos, o crescimento explosivo de *commercial papers*, a internacionalização do sistema bancário, e a ampla utilização de acordos de recompra ocorreram. As mudanças foram uma resposta às oportunidades de lucro resultantes de alterações nos diferenciais das taxas de juro, devido à demanda crescente por financiamento a um ritmo mais rápido (em cada conjunto de termos de financiamento a partir de fontes tradicionais) do que a oferta de financiamento das fontes tradicionais (Minsky, 1980, pp. 76-77).

A maior parte do financiamento tradicional vem dos bancos comerciais, assim, para conter a inflação o Federal Reserve (FED<sup>3</sup>) restringiu a habilidade deles em oferecer financiamento, elevando as reservas absorvidas em relação à geração de passivos. Essa estratégia estimula a inovação dos instrumentos utilizados pelos bancos e o financiamento por parte de outros intermediários financeiros, na tentativa de compensar as restrições impostas pelas autoridades monetárias.

A taxa de crescimento das atividades financiadas é maior do que a taxa de crescimento dos passivos que absorvem reservas bancárias. Eleva-se a velocidade de circulação do dinheiro. O limite a essa compensação está na maior proporção de financiamentos de curto prazo frente aos retornos esperados dos investimentos já iniciados. Independente do tempo requerido para tal e, por mais que a desaceleração do processo inflacionário não seja imediata, a elevação da dívida frente aos retornos fará com que as firmas liquidem ativos, reduzindo os preços dos bens. Uma vez que os preços dos ativos refletem a expectativa futura de inflação e dos fluxos de caixa futuros, a quebra da tendência reduz o investimento e instaura-se a instabilidade.

Minsky acredita que seja de fundamental importância a distinção feita por Keynes de dois conjuntos de preços na economia. Esses preços são determinados em mercados diferentes e

---

<sup>3</sup> O FED é o sistema de bancos centrais dos Estados Unidos da América. Sua estrutura é composta por um conselho de governadores, pelo Federal Open Market Committee, ou FOMC (responsável pelo estabelecimento da política monetária) e por doze presidentes dos FEDs regionais, além de representantes de bancos privados e diversos conselhos consultivos.

reagem de formas distintas, mas guardam uma relação de dependência. A variação da razão entre esses dois preços influencia o comportamento dos agentes.

O *preço de oferta* reflete o preço da produção corrente (preço mínimo em que bens específicos serão produzidos ao nível de salário vigente, às taxas de juros consideradas nos contratos e ao custo dos insumos) enquanto o *preço de demanda* expressa os preços dos ativos de capital, que dependem da expectativa corrente dos fluxos de caixa futuros e da subjetividade dos agentes em relação à incerteza frente aos acontecimentos econômicos no longo prazo.

O preço de oferta é modificado pelos custos de financiamento das dívidas, ou seja, soma-se a ele o *risco do credor*. Ao mesmo tempo, a inovação financeira, que proporciona o financiamento do investimento por fontes externas às firmas, diminui o preço de demanda, dada a consideração do *risco do tomador* de empréstimo. Enquanto o risco do credor é objetivo e expresso numa determinada taxa de juros, o risco do tomador é mais subjetivo e estabelece limites aceitos entre os compromissos financeiros e o lucro bruto.

As inovações institucionais e a ausência de crises no histórico recente tornam os agentes mais adeptos a inovações e instrumentos financeiros que seriam considerados arriscados num contexto de relativa instabilidade. Os níveis de financiamento externo passam a ser maiores, a relação entre compromissos financeiros e lucro bruto tende a elevar-se e a margem de segurança dos fluxos de caixa reduz-se, tornando o sistema financeiro potencialmente mais instável.

O funcionamento da produção capitalista depende da confirmação de expectativas de fluxo de caixa que, no mínimo, seja suficiente para cumprir com os compromissos financeiros assumidos e pague os custos do investimento. As expectativas com relação aos lucros futuros determinam o investimento corrente e as decisões de financiamento. Minsky adota então a premissa de Kalecki de que os investimentos (o gasto) determinam os lucros (o rendimento).

A evolução das finanças afeta o nível de investimento de duas formas: o preço dos bens de capital e o financiamento oferecido. O funcionamento do sistema financeiro é essencial para que os investimentos sejam empreendidos, e, por conseqüência, que os lucros possibilitem o cumprimento dos pagamentos e novos investimentos.

Se as autoridades monetárias permitirem uma expansão rápida do sistema financeiro, um *boom* inflacionário torna-se muito provável. Se uma crise financeira compromete a oferta de crédito ou se uma restrição do banco central a contém, a possibilidade de uma depressão e uma deflação de ativos ocorrer é grande.

Um aumento nos investimentos em consequência de melhores condições de financiamento eleva os lucros. Estes influenciarão a nova geração de investimentos e elevarão a expectativa de fluxo de caixa, assim como os preços dos ativos (a expectativa de lucros é essencial para a determinação de preços). Portanto, a evolução das finanças eleva os preços dos bens. Em algum momento essa dinâmica acarretará a elevação das taxas de juros do sistema: ou porque o Banco Central deseja conter o financiamento disponível ou porque a demanda por financiamento, por si só, ultrapassa a disponibilidade do sistema. A consequência sobre as decisões de investimento é direta: o preço de demanda cai, pela redução do preço dos ativos de capital (reduzida expectativa de lucro) e o preço de oferta eleva-se (elevação de custos). Sem “boas expectativas”, os investimentos não serão efetivados, reduzindo o lucro ainda mais.

Essa dinâmica, sem intervenções, pode levar a economia a uma deflação de dívidas, como a ocorrida em 1929. Houve outros momentos em que a instabilidade tomou proporções desastrosas, mas a intervenção das autoridades fiscais e monetárias, garantindo o nível de demanda e o preço dos ativos financeiros, evitou o colapso. Com a intervenção a economia fica estagnada, mas ao menos não se tem depressão.

Essa compensação da retração das decisões privadas se dá pela elevação do déficit do governo. Os lucros são mantidos, mesmo quando a atividade econômica e o emprego diminuem. Dessa forma, os compromissos financeiros são validados e a intervenção acarreta a elevação dos *mark ups* sobre os custos de trabalho, esquema que é reforçado pela elevação da taxa de desemprego. Com isso, os preços não apenas tendem a se manter como podem elevar-se. Depois que a instabilidade se instaura, as opções para a economia são a depressão ou a estagflação.

Esse tipo de economia é inerentemente instável em virtude das forças endógenas que se manifestam na estrutura financeira. Tais processos transformam uma economia relativamente

estável numa em que a expansão de dívidas, investimentos, lucros e preços são necessários para se evitar uma depressão.

## **1.2. Cada Crise é Única<sup>4</sup>**

Na visão de Minsky, as mudanças institucionais em reação à Grande Depressão, um período de falta de efetividade do controle do FED, incitaram a criação de instituições especiais, capazes de tornar as funções do prestador de última instância automáticas. O que quer dizer que numa situação de necessidade de recursos sazonais ou de socorro financeiro, os bancos comerciais não precisam recorrer ao FED, pois podem recorrer a essas novas instituições e suas novas técnicas. Tal descentralização impossibilita a organização do sistema financeiro e das funções de proteção, que são requisitos básicos para se evitar uma crise.

Numa economia em que a deficiência de poupança num setor é compensada, através do setor financeiro, por outro setor com superávit, se a renda de um setor cresce, o sistema financeiro deve gerar a demanda adicional para compensar esse aumento. Para que isso seja possível, os planos de gastos devem ser maiores do que a renda corrente e as técnicas financeiras existentes devem possibilitar que o gasto agregado superior à renda possa ser financiado. Assim, sempre que a economia estiver em expansão, o financiamento dos investimentos será processado por meio de crescente endividamento.

O sistema financeiro deve permitir o financiamento do crescimento de um setor sem prejudicar o de outro. A geração de renda é possibilitada pela ativação de moeda subutilizada ao longo do circuito: ou cria-se papel moeda ou eleva-se a velocidade de circulação do estoque existente para que o processo produtivo seja bem sucedido.

Uma elevação da razão entre dívida e renda pode tornar difícil para uma unidade cumprir com todos os seus compromissos financeiros com base nas suas fontes normais de renda. Ao enfrentar essa situação, as firmas ou pedem emprestado, elevando ainda mais sua proporção de dívidas, ou vendem ativos. Ambos os processos (se as condições de empréstimo forem desfavoráveis) podem gerar perda de capital.

---

<sup>4</sup> Esse item tem como referência a leitura de Minsky (1963).



Esse processo pode resultar em maiores contrações de consumo e investimento, levando a uma deflação de dívida. A queda do rendimento pode ou não levar a um processo cumulativo de deflação de dívidas. Dentro de certos limites, o processo vai depender da dimensão da liquidez da economia e do patrimônio líquido das unidades privadas em relação a suas dívidas, bem como da maneira em que os fatores financeiros determinam a demanda agregada.

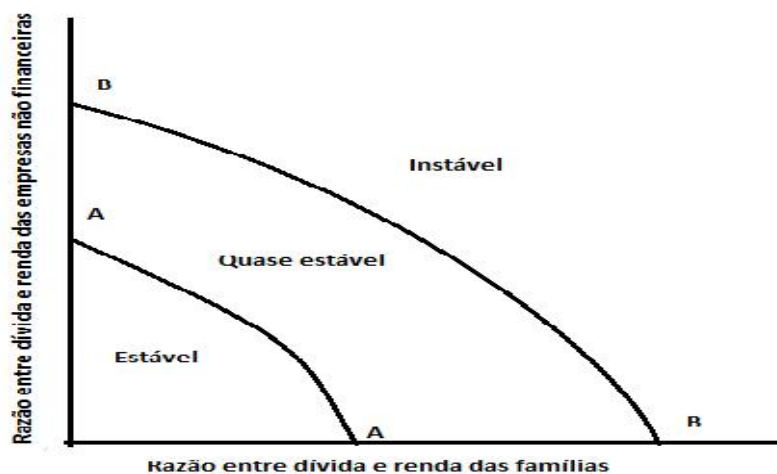
Minsky defende que para um determinado intervalo (abaixo da isoquanta A-A do gráfico abaixo), onde as razões entre as dívidas e as rendas das famílias e empresas não financeiras ficam abaixo do máximo endividamento não gerador de deflação de dívidas, variações na renda não gerariam crises. Na área entre as isoquantas, a probabilidade de deflação da dívida é uma função crescente da taxa de endividamento das unidades. Se as mudanças financeiras empenhadas durante o processo de crescimento tendem a elevar a taxa de endividamento do setor privado ou reduzir seu estoque de liquidez, a possibilidade de que um declínio na renda dê início a uma deflação de dívidas é maior. Acima de um limite máximo de endividamento por parte das famílias e empresas não financeiras (representado pela isoquanta B-B), qualquer variação na renda acarretaria uma deflação de dívidas.

As isoquantas podem se deslocar para cima ou para baixo, dependendo da variação do patrimônio líquido das unidades (provocadas por variações em ativos de capital); ou da alteração na “*liquidez última*” (do termo em inglês “*ultimate liquidity*”), representada pela posse de títulos de dívida do governo nas mãos do público. Uma queda acentuada no mercado de ações causaria a redução do patrimônio líquido das famílias, enquanto a elevação do custo de financiamento (que ocorrerá por consequência da queda no mercado de ações) reduziria o investimento. A queda do patrimônio líquido logo reduziria o gasto das famílias; por fim, o processo desencadearia um declínio da renda e um deslocamento para baixo das isoquantas.

O que Minsky começa, perceptivelmente, a esboçar aqui é a singularidade de cada processo deflacionário. As mesmas variações de renda em períodos distintos podem não ter o mesmo desfecho, pois há outras variáveis determinantes. Ele defende que as condições iniciais de 1962 eram diferentes das de 1929. O processo de transformação de uma economia estável numa economia instável ainda não tinha ido tão além no caso mais recente (1962). A maior atuação do

governo foi um fator de extrema relevância para que a crise de 1962 não tenha progredido para uma recessão. O aumento das dívidas federais impacta diretamente a combinação de instrumentos financeiros obtidos pelos agentes, tornando o sistema mais estável. A influência sobre o portfólio dos agentes tende a elevar o consumo privado e o investimento, deixando a economia num patamar mais próximo do pleno emprego.

**Figura 1 – Razão entre dívida e renda das famílias**



Fonte: Minsky, (1982, p. 8).

Tentando entender as diferenças entre 1929, em que uma queda acentuada no mercado de ações provocou uma deflação de dívidas, e 1962, em que não houve deflação, Minsky sugere a “velocidade Pigou”, uma razão entre o produto nacional bruto e os ativos líquidos (títulos do governo e do Tesouro, acrescidos de moeda em espécie). Antes do *crash* de 1929, ela apresenta trajetória ascendente, atingindo seu máximo no ano da crise. Sofre, então, uma inflexão e decresce até 1945, passando, a partir daí a apresentar novamente trajetória ascendente, porém, em patamares bem mais baixos do que em 1929 (5 contra 1,8). Conclui que, em 1962, o estoque de liquidez em relação à renda era muito maior do que em 1929.

O endividamento das famílias e das empresas elevou-se ao longo dos períodos de expansão (1922-1929 e 1948-1962), embora para o último período o endividamento das empresas tenha ficado bem abaixo do observado no período anterior. Assim, a menor “velocidade Pigou” e o

menor endividamento das empresas em 1962 são tidos por Minsky como relevantes para o não desencadeamento da deflação de dívidas.

Uma terceira dimensão pode ser mais relevante na explicação das diferentes trajetórias: o tamanho do governo na economia. Enquanto em 1929 a demanda governamental representava 1,2% do PIB, em 1962 essa cifra era de 11,3%. O governo substituiu a demanda privada e estabilizou a renda; para isso, elevou o déficit, influenciando diretamente a composição do portfólio dos agentes. A proporção de títulos públicos em relação à renda foi maior; uma vez que o nível de atividade é mantido pelo ativismo fiscal, reduziu-se a “velocidade Pigou”.

### **1.3. Minsky e a Hipótese de Instabilidade Financeira<sup>5</sup>**

A *Hipótese de Instabilidade Financeira* (HIF) é desenvolvida por Minsky como uma variante da teoria de Keynes, pois considera dois conjuntos de preços distintos na economia: o primeiro refere-se à produção corrente e reflete as expectativas de curto prazo; o segundo, aos preços dos ativos de capital, que refletem as expectativas de longo prazo.

O fluxo de caixa gerado por um investimento é em parte revertido para o pagamento das dívidas contratadas para financiá-lo. A necessidade de financiamento, ou seja, de adiantamento de recursos por terceiros com o objetivo de usufruir do fluxo de caixa futuro dos ativos de capital, determina não apenas a demanda desse serviço financeiro, mas também a oferta. O sistema financeiro cria dinheiro por meio do financiamento ou através da compra de ativos, e o destrói quando suas dívidas são ressarcidas ou quando essas instituições vendem ativos.

O financiamento da aquisição de ativos de capital com recursos de terceiros envolve transações intertemporais: por meio de instrumentos financeiros, o contratante da dívida, que acredita no potencial de geração de fluxo de caixa do ativo de capital quando posto em produção, se compromete a reembolsar, no longo prazo, o credor pelo dinheiro recebido no presente.

Os contratos de dívida estabelecidos no passado, para aquisição de ativos de capital, devem ser validados pelos fluxos de caixa gerados no presente. A efetivação ou não desses fluxos de caixa também afeta decisivamente as expectativas com relação ao preço de demanda dos

---

<sup>5</sup> Esse item tem como referência a leitura de Minsky (1978).

investimentos no longo prazo e, desse modo, influencia o nível de atividade no presente. Se as expectativas de lucros se confirmarem, os compromissos de dívida assumidos no presente poderão ser cumpridos no futuro. Essa inter-relação temporal requer uma teoria não estática e é o que é Minsky tenta prover.

Os lucros (fluxos de caixas descontados dos impostos, dos custos de produção e dos compromissos de dívida) são, portanto, essenciais para a economia capitalista, assim como saber como se dá a sua determinação. Os lucros desempenham três diferentes papéis numa economia capitalista: (1) os fluxos de caixas provenientes de ativos de capital, que validam ou não as dívidas contratadas e o investimento no ativo de capital; (2) o *markup* sobre os custos de salários, quando apenas uma parte da população é empregada, garantindo inexistência de pressão sobre salários e a transferência da remuneração para o restante dos trabalhadores e (3) uma “bussola” da acumulação, indicando se o investimento deve ou não ser empreendido e onde.

Para entender porque o investimento flutua é importante entender as possíveis posturas financeiras assumidas pelos agentes:

1) *Finança hedge*: os fluxos de caixa excedem os compromissos em todos os períodos. Assim, o valor presente esperado é sempre positivo, dado um intervalo finito da taxa de juros. Firms com esse tipo de postura geralmente utilizam-se de dívidas de longo prazo para se financiar.

2) *Finança especulativa*: os compromissos financeiros no curto prazo excedem os fluxos de caixa, mas estes serão suficientes para cobrir os juros das dívidas. Essas unidades precisam rolar ou refinarciar dívidas para cumprir com os compromissos de curto prazo. Para o longo prazo, os fluxos de caixa esperados excedem os compromissos acumulados. Assim, o valor presente esperado dos fluxos de caixa líquidos será positivo a uma taxa de juros baixa.

3) *Finança Ponzi*: o fluxo de caixa esperado não paga nem as dívidas contratadas nem os juros provenientes delas. Uma unidade *Ponzi* precisa incorrer em mais dívidas para cumprir com seus compromissos. Porém, para o longo prazo, é

esperado um fluxo de caixa suficiente para abater todos esses custos e ainda render lucros, senão não se justificaria a adoção dessa estratégia. O valor presente será positivo se a taxa de juros se mantiver bem baixa.

O mix dessas finanças num momento específico do tempo expressa os efeitos dos desenvolvimentos históricos sobre o estado das expectativas de longo prazo. Durante um período tranqüilo, em que a economia opera o mais próximo possível do pleno emprego, a validação dos fluxos de caixa, dos lucros e das dívidas reduzirá a margem de segurança ou a noção de risco dos agentes. Esse fato acarretará tanto a elevação dos preços dos ativos de capital como maior predominância de finanças especulativas e *Ponzi* na estrutura financeira da economia. O sistema financeiro validará tais posturas e ainda garantirá a oferta de financiamento para a crescente demanda resultante da elevação dos preços de ativos de capital.

O novo mix de posturas financeiras validado tornará a economia muito mais suscetível a variações na taxa de juros. A uma determinada taxa de juros de curto prazo, unidades especulativas passam a *Ponzi*, e as que já eram *Ponzi* terão um déficit de fluxo de caixa com os maiores custos das taxas de juros. O investimento leva tempo e os custos dele são determinados pelas taxas de juros de curto prazo, enquanto que o valor presente de um ativo de capital é uma função inversa das taxas de juros de longo prazo.

Se a demanda por investimentos se eleva, a demanda por financiamento também aumentará. Se a oferta de financiamento fosse infinitamente elástica, esse aumento de demanda não geraria elevação da taxa de juros, e, como maiores investimentos geram maiores lucros, elevar-se-iam os preços dos ativos de capital, caracterizando-se um *boom*. As iniciativas das autoridades monetárias para conter a inflação imporão restrições à oferta de crédito. A taxa de juros de curto prazo eleva-se. Por conseqüência, ocorre elevação do preço de oferta dos ativos de capital e da taxa de juros de longo prazo, dada a influência da taxa de juros de curto prazo na determinação da de longo prazo. Como o valor presente dos fluxos de caixa é uma função inversa da taxa de juros de longo prazo, ele diminui, minando as expectativas dos investidores e reduzindo o investimento, que, por efeito contágio reduz os lucros, criando um ciclo vicioso.

A habilidade de cumprir com os compromissos financeiros fica comprometida, principalmente se o mix de finanças é, em maior medida, composto por unidades especulativas e *Ponzi*. Se as unidades *Ponzi* tiverem de passar a vender ativos para honrar seus compromissos, muito provavelmente só conseguirão fazê-lo a preços que não cobrem nem os custos de produção. O efeito das taxas de juros sobre os fluxos de caixa futuros pode inclusive reverter o valor presente dos investimentos. O preço de oferta dos ativos de capital pode se tornar maior do que o preço de demanda.

Essa trajetória rumo à crise só será desviada se as políticas fiscais adotadas pelo governo puderem validar os lucros esperados. Através de déficits ou superávit na balança comercial os lucros poderão ser assegurados, mas, as expectativas dos agentes ainda serão afetadas pelos acontecimentos presentes, fazendo com que requeiram maior prêmio de risco dos investimentos e adotem posturas financeiras menos arriscadas.

Se a economia chega a alcançar o estágio em que o preço de oferta é maior do que o preço de demanda dos ativos de capital, o tempo que essa situação perdurará depende do comprometimento e da dimensão da intervenção fiscal. Ao longo do *crash* da economia americana entre 1929 e 1933, o FED abdicou de suas responsabilidades como prestador de última instância, enquanto a política fiscal foi de escopo reduzido. Por outro lado, em 1974-75 o FED interveio como prestador de última instância, garantindo a validação das dívidas das unidades produtivas e o déficit do governo supriu a queda de demanda, evitando uma profunda depressão. Nesse caso, inclusive, o déficit foi além das necessidades, garantindo a validação dos lucros, mesmo com a queda nos investimentos.

A HIF enfatiza a importância e a habilidade das instituições na modificação do comportamento da economia, possibilitando a existência de variantes menos instáveis do capitalismo. Porém, se a crença de que as autoridades intervirão, oferecendo socorro inquestionável, restrições a investimentos inapropriados são relaxadas. Assim, a dimensão exagerada do governo pode ostentar investimentos privados ineficientes. A ineficiência das técnicas adotadas pode render uma economia geradora de lucro com menos postos de trabalho. É o que ocorreu com a estagflação do final da década de 1970.

#### **1.4. As Sugestões de Minsky para a Reforma Financeira**

Para Minsky (1986, cap. 13, pp. 313-328), ações administrativas e legislativas podem controlar a evolução do sistema financeiro e conter a fragilidade. Com esse objetivo o FED foi organizado: ele deve prevenir a adoção de práticas desestabilizantes. Para reduzir a instabilidade, o objetivo da política econômica deve ser o investimento em detrimento do emprego nas reformas financeiras. Não que essa não seja uma preocupação de Minsky, pois ele apenas quer sugerir a ferramenta mais eficaz de intervenção.

Os bancos são instituições centrais numa economia capitalista, mas a atuação dessas instituições envolve uma contradição entre funcionar como entidades fiduciárias, que aconselham e defendem os interesses de seus clientes, e uma empresa capitalista, que como outra qualquer, busca o lucro. As corporações, por sua vez, possuem a grande maioria dos ativos de capital na economia e conseqüentemente a maior parte dos lucros provenientes deles. O importante é que essas corporações estão aptas a atrair fundos de uma ampla gama de unidades para empreender iniciativas produtivas, através de dívidas.

As dívidas, apesar das várias fontes de recursos, são emitidas em nome da empresa. Esse esquema privilegia o investimento e o uso de ativos de capital em larga escala. Um fator essencial é a existência de mercados secundários, que proporciona uma reavaliação diária dos investimentos e permite aos indivíduos a reavaliação de seus compromissos com a mesma periodicidade. Assim, se não estiverem se sentindo seguros com a posse de seus títulos ou, se por qualquer motivo, suas preferências por liquidez aumentarem, eles podem desfazer-se de suas posições. Assim, os investidores compõem e alteram seus portfólios conforme suas mudanças de preferências e necessidades, enquanto as corporações têm o compromisso com a propriedade dos ativos de capital durante toda sua vida produtiva.

Quando os ativos de capital são caros e o período de rendimento excede o tempo médio de vida de um indivíduo, fica muito mais propício às corporações adquirirem tais bens. Minsky defende que há dois tipos de ativos de capital: o primeiro independe de quem o possua para oferecer rendimentos e também pode ser utilizado conforme seu proprietário considerar mais conveniente. Por gerarem retornos independentemente de quem os possua são tipos de ativos

considerados no financiamento de hipotecas, assim como o são os ativos utilizados no processo produtivo e nos canais de comércio, pois podem ser vendidos para honrar os compromissos financeiros. A outra classe de bens de capital é composta por plantas e equipamentos utilizados na produção, que não possuem valor significativo fora do processo produtivo, portanto, não podem ser utilizados no financiamento de ativos.

Para Minsky, esse tipo de ativo deve ser financiado com capital próprio das empresas, senão dá-se espaço a finanças especulativas e *Ponzi*. Para ser caracterizada como finança hedge, o tempo de maturação dos passivos e o tempo necessário para que o ativo passe a oferecer retorno devem ser próximos. Emitindo dívidas de longo prazo, as corporações podem manter-se “*hedgeadas*”, porém, o divórcio entre o financiamento e a propriedade de ativos de capital (dada a limitação dos acionistas, separando o verdadeiro proprietário da administração direta) permite às corporações financiarem-se por meio de dívidas de curto prazo quando essas são mais baratas, permitindo maior retorno. O financiamento não está atrelado a um ativo específico; as corporações tomam emprestado no curto prazo para adquirir ativos de longo prazo.

A instabilidade se instala, assim, na economia. Quando a demanda pelo financiamento de curto prazo se eleva, a maior possibilidade de inovação dos instrumentos e instituições que esse mercado permite eleva rapidamente a instabilidade. As taxas de juros mais altas atraem recursos, prejudicando o mercado de capitais de longo prazo.

O poder de mercado de algumas corporações, aliado à intervenção do *Big Government*<sup>6</sup>, prevenindo o colapso dos lucros, faz com que, numa situação em que os compromissos financeiros excedem o fluxo de caixa esperado, as corporações elevem seus preços e *markups*. Se essa estratégia não exceder o preço de monopólio, levando à queda das receitas, causará um aumento dos lucros totais. Se uma firma grande e poderosa sofrer este revés, o governo intervém por meio de subsídios, créditos especiais, isto é, evidentes endossos às dívidas, garantindo assim o fluxo de lucros.

---

<sup>6</sup> *Big Government* foi o termo cunhado por Minsky para expressar a importância do déficit governamental durante uma depressão. O déficit empenhado pelo governo sustenta ou eleva os lucros, garantindo a produção e o emprego nos mesmos níveis ou em níveis maiores, dependendo da dimensão dos gastos. Minsky diz que, se as taxas e os esquemas de gastos estiverem bem definidos, sua atuação pode, inclusive, impor uma barreira à inflação (Minsky, 1986, pp. 296-297).



Reformas financeiras requerem a inexistência de garantias públicas a grandes corporações. Certas intervenções viabilizam investimentos que, deixados ao setor privado, não seriam empreendidos, gerando estruturas ineficientes. A atuação do governo por meio de déficits tende a gerar pressão inflacionária, assim como as ameaças de quebras privadas geram pressão sobre o desemprego.

Minsky sugere que algumas quebras não devem ser evitadas. A atuação do governo deveria apenas evitar que elas se generalizassem. Elas são necessárias para que as corporações sejam mais cautelosas e que unidades especulativas e *Ponzi* adotem posturas *hedge*, reduzindo a instabilidade. Para isso, nenhuma corporação deve ser tão grande que sua falência implique em transtornos generalizados na economia. Assim, o financiamento de curto prazo deveria ser condicionado à maturidade do ativo.

Ao perseguirem lucros, os bancos alteram a composição de seus passivos e ativos. Em períodos de expansão, a relação entre ativos e passivos se eleva, refletindo maior posicionamento especulativo e *Ponzi*. Essa evolução em direção a maior fragilidade exige controle contínuo e reformas que contenham a estruturação de um sistema instável.

O tamanho das instituições financeiras está diretamente ligado ao tamanho da corporação que estão aptas a financiar. Assim, um sistema financeiro descentralizado promoveria uma estrutura industrial composta por médias e pequenas corporações. Em prol do desenvolvimento econômico, bancos menores deveriam poder funcionar como provedores do investimento, assim como negociar com seus tomadores de empréstimo, visando a recomendações que reduzissem o risco, além de poderem subscrever e emitir títulos para clientes menores, limitando a atuação de grandes bancos nesse mercado.

As inovações empreendidas pelos bancos impossibilitam o controle do FED sobre a capacidade de financiamento deles, já que os passivos tomam formas diversas, não se limitando as reservas bancárias, sobre as quais o FED exerce controle. Para conter a ação potencialmente desestabilizadora dos bancos é preciso conter o crescimento de seus ativos. A imposição de uma razão entre os ativos e passivos deve se estender a todo tipo de instituição com transferência de depósito por cheque e que tenha retirada sob demanda. O FED poderia variar a taxa de

redesconto conforme lhe parecesse melhor e as instituições que ultrapassassem o limite deveriam sofrer penalidades sobre seus dividendos.

Aos bancos menores, para que pudessem oferecer melhores condições de financiamento às firmas menores, maiores proporções de ativos deveriam ser permitidas. Após a implementação da reforma sugerida, a determinação do *markup* pelo mercado sobre os custos de capital iria reequilibrar os lucros dos bancos pequenos e grandes. Para que a taxa de crescimento dos bancos seja sustentável, não levando a pressões inflacionárias, a taxa sobre seus ganhos deve crescer, reduzindo assim a disponibilidade de financiamento, estratégia mais efetiva do que o controle sobre as reservas bancárias.

A livre entrada nos mercados, de forma geral, também deveria ser um objetivo de política econômica. O controle sobre o crescimento dos lucros, aliado à livre entrada de outros bancos, não acarretaria uma explosão do capital bancário, já que não seriam tão lucrativos. Os bancos deveriam concentrar sua capacidade de financiamento nos ativos de capital e essa deveria ser uma relação baseada na finança *hedge*.

Quando o FED compra ativos para financiar alguma atividade, ele transfere reservas para o sistema bancário. Se o faz por meio da compra de títulos do Tesouro, está financiando as atividades do governo. Mas se o faz por meio da compra de dívidas privadas e da taxa de desconto, está co-financiando negócios. Se o FED supre a demanda de reservas através do desconto de dívidas de curto prazo tomadas para financiar ativos, está encorajando a finança do tipo *hedge*. Na medida em que esse co-financiamento cresce, garante uma oferta específica e segura de crédito. O que Minsky quer enfatizar é que a participação do FED norteia os negócios e as práticas financeiras. Através das medidas adotadas, sinaliza ao sistema financeiro os tipos de negócios que está disposto a tolerar.

Entre as funções de um banco central estão a de prestador de última instância e a de garantidor da oferta de recursos para que o mercado não entre em colapso numa corrida contra as instituições financeiras, definindo os mercados financeiros protegidos por ele. Deve fazer uma intervenção delicada, que deve assegurar que as finanças não entrem em colapso, mesmo que permita que algumas abram falência.

Os bancos centrais existem em resposta à emergência das unidades especulativas e *Ponzi*. Uma vez que os bancos comerciais operam o financiamento, refinanciamento e financiamento contingencial de instituições não financeiras, os bancos centrais negociam diretamente com eles, buscando atingir todo o sistema financeiro. O banco central precisa agir sobre a evolução da estrutura institucional e sobre o comportamento dos agentes. Sua atuação se dá pela escolha dos ativos que vai proteger e dos ativos por meio dos quais vai prover reservas aos bancos.

Numa estrutura robusta, operações do *open-market*<sup>7</sup> podem restringir a disponibilidade de financiamento sem causar reversões significativas do valor presente. Com a menor utilização de capital de terceiros no financiamento de seus ativos, um aumento na taxa de juros não compromete o cumprimento dos contratos das firmas, nem os termos de financiamento de longo prazo.

Os esforços do banco central em restringir o financiamento por parte dos bancos pode dar-se pela substituição da dívida privada por pública, alterando a composição do portfólio. Na transição de um sistema robusto para um frágil, as firmas tendem a reduzir a proporção de dívidas do Tesouro em seus portfólios. Com isso, a intervenção torna-se menos eficaz. Nesse caso, as variações de reservas devem ser supervisionadas por meio da propriedade de ativos por parte dos bancos: a taxa de redesconto passa a ser mais eficaz no controle das operações financeiras. Em outras palavras, os instrumentos utilizados pelo banco central devem variar conforme a melhor estratégia de controle.

Um instrumento alternativo seria o desconto de ativos pertencentes aos bancos em troca de reservas. Sob essa técnica o banco central provê as reservas escolhendo os ativos elegíveis, garantindo maior controle sobre a análise de crédito. Essa atitude criaria um mercado para tais títulos, dada a confiabilidade adquirida pela compra do banco central e pela garantia de proteção. Os bancos deveriam ter uma linha de crédito com taxas preferenciais. Se ultrapassassem tal linha, deveriam ser submetidos a uma penalização. Essa taxa tornar-se-ia determinante para os outros

---

<sup>7</sup> Operações no open market ou mercado aberto consistem principalmente na compra e venda de títulos públicos ou de moeda estrangeira por parte do Banco Central, como forma de gerir a quantidade de reservas disponíveis no sistema financeiro.

contratos financeiros, de forma que a taxa de finanças do tipo *hedge* seria menor do que as taxas especulativa e *Ponzi*, desencorajando a composição frágil de portfólios.

O FED teria dois tipos de controles sobre as finanças: o requerimento de capital, que funcionaria como uma restrição de longo prazo; e o requerimento de reservas, de curto prazo. As funções do FED mudariam conforme a situação. Por exemplo, depois de um trauma financeiro, suas políticas devem facilitar o financiamento do déficit do *Big Government* por meio da disponibilidade das reservas bancárias. Quanto mais tempo o FED demorar a intervir, maior será o declínio na renda e o desemprego como consequência da crise. Por outro lado, quanto mais rápido agir, maior será a inflação subsequente e mais frágil estará a estrutura financeira quando a próxima expansão vier. Portanto, é necessário ter a sensibilidade de saber quando agir. Algumas instituições altamente alavancadas e com portfólios *Ponzi* precisam quebrar para que o sistema reconstrua-se com maior solidez.

## **1.5. O Papel das Inovações**

Inovação e finança, sob a perspectiva de Minsky, andam sempre de mãos dadas. A inovação sempre foi um elemento largamente utilizado em finanças para escapar às restrições impostas pelas autoridades monetárias. Esse espírito empreendedor em finanças leva o sistema progressivamente a um patamar de maior instabilidade, onde um colapso localizado pode gerar crises sistêmicas.

A inovação financeira se dá pela produção de novos tipos de serviços financeiros ou por novas formas de produzir um serviço financeiro já existente. Entre os novos serviços criados a partir da década de 80, os derivativos são os mais disseminados, enquanto a securitização representa uma forma menos custosa de contrato entre investidor e agente financiador, ou seja, reproduz de forma menos custosa um serviço já oferecido (Carvalho et al, 2007, pp. 285-286).

Inovações financeiras são introduzidas pelos mesmos motivos que quaisquer outras inovações no processo produtivo industrial ou agrícola: os primeiros a implantá-las terão vantagens sobre seus concorrentes. Na esfera financeira, as inovações se dão nos contratos, principalmente na combinação entre risco e rentabilidade, atendendo especificamente a

propensão ou aversão ao risco de cada cliente. Outra fonte de inovação do sistema financeiro são as alterações nas leis e regulações a que está sujeito, pois restrições incitam novos métodos de escapar a ela (Carvalho et al, 2007, p. 286).

Pelas características dos “produtos” ofertados pelo setor financeiro, as inovações estão envoltas em maior incerteza. A expectativa do melhor atendimento ou não das demandas dos clientes é apenas especulação quando se trata de contratos, pois é preciso esperar que o tempo responda. A elevada volatilidade enfrentada a partir da década de 70 (inflação elevada, taxas de câmbio flutuantes, livre mobilidade de capital) exigiu mudanças de postura por parte das instituições financeiras, que até então preferiam uma conduta mais conservadora, passando a imagem de solidez a seu cliente. A partir de então, o mercado financeiro aderiu à inovação como forma de diversificação e competitividade frente a seus concorrentes. Essas inovações exigem adaptações das estruturas financeiras, que acabam engendrando outras inovações (Carvalho et al, 2007, pp. 286-287).

Antes da inovação se tornar o carro chefe das maiores e mais conhecidas instituições do sistema financeiro, o Acordo de *Bretton Woods* (1944) regia o funcionamento do sistema monetário internacional, tendo como premissas: taxas de câmbio fixas, ancoradas no dólar americano; controle de movimento de capitais, evitando especulação que gerasse instabilidade; e a criação do Fundo Monetário Internacional (FMI), responsável pelo equilíbrio do balanço de pagamentos dos países deficitários (Carvalho et al, 2007, p. 287).

O sistema de *Bretton Woods* funcionou bem por mais de 20 anos, mas no final da década de 60 começava a dar sinais de esgotamento. Pressões inflacionárias assolavam economias ao redor do mundo, principalmente a norte-americana, onde a pressão da demanda exercida pela recuperação de um ciclo econômico e pelo envolvimento desse país na guerra do Vietnã colocava em dúvida a paridade do dólar em relação ao ouro, impossibilitando a permanência das taxas de câmbio fixas (Carvalho et al, 2007, p. 288).

O abandono das taxas fixas de câmbio só foi concretizado em 1973, ano em que ocorre o primeiro choque do petróleo. Com ele, a pressão inflacionária foge ao controle das autoridades monetárias, fazendo com que políticas restritivas com elevação das taxas de juros fossem

adotadas por todas as economias desenvolvidas. Os reflexos da instabilidade nos preços, nas taxas de juros e de câmbio no sistema financeiro exigiam a criação de novos instrumentos que possibilitassem, tanto ao aplicador quanto ao tomador, a administração dos elevados riscos. O sistema financeiro respondeu a essa demanda por meio da criação de um grande mercado de derivativos (Carvalho et al, 2007, p. 288).

Como a regulação e a supervisão do Estado tinham falhado em promover o funcionamento do sistema financeiro internacional, a ideologia neoliberal ganhou força, não apenas nos mercados financeiros, mas em todas as esferas, correndo todas as barreiras impostas para beneficiar o desenvolvimento de mercados específicos e gerando questionamentos acerca das intervenções governamentais. Junto às inovações institucionais, vieram as tecnológicas (comunicação e informática), trazendo reduções de custos em todas as esferas econômicas e possibilitando a integração financeira mundial.

O desenvolvimento tecnológico do final do século XX e início do século XXI, aliado ao barateamento dos transportes, possibilitou a efetivação da almejada integração global idealizada pelos agentes econômicos e financeiros de países desenvolvidos. Com a saturação dos mercados centrais, os agentes adotaram a perspectiva neoliberal, em voga no período, para justificar sua expansão à periferia do mundo. Tal concepção oferecia-se como arcabouço teórico que justificava a oportunidade de conquista de novos mercados e de maior rentabilidade aos negócios, sem protecionismo e/ou intervenção do Estado. A globalização não se restringiu ao mercado de bens. O mercado financeiro soube aproveitar as oportunidades oferecidas e, através da padronização e disponibilização de informações em tempo real, pôde expandir suas operações para todo o mundo. As inovações institucionais ocorridas de forma mais acelerada nas últimas décadas, tornam a regulação prudencial vigente ineficiente para conter a exposição ao risco (Carvalho et al, 2007, p. 289).

## **2.0 DESENVOLVIMENTO HISTÓRICO-INSTITUCIONAL QUE LEVOU À CRISE**

Esse capítulo visa a elucidar o desenvolvimento institucional que possibilitou o engendramento de um sistema financeiro tão vulnerável e interligado. O objetivo é esclarecer como uma situação de estabilidade econômica paulatinamente constrói uma estrutura fadada à crise e por que as instituições responsáveis pela regulação prudencial perdem poder de atuação em algumas conjunturas. No entanto, antes de entrar especificamente na discussão da evolução institucional-estrutural, vale ressaltar e esclarecer alguns conceitos que, ao longo do trabalho, mostraram-se essenciais para justificar a supervisão e a intervenção.

### **2.1. Alguns conceitos importantes**

Conceitualmente, externalidades são transbordamentos ou reflexos sentidos por outras pessoas dos efeitos resultantes da interação das partes envolvidas num contrato. O sistema financeiro é capaz de criar tanto externalidades positivas quanto negativas. Por isso, justifica-se a intervenção de agências regulatórias e supervisoras de suas operações, com o intuito de maximizar as externalidades positivas e minimizar as negativas. A principal externalidade positiva trazida pela configuração do sistema financeiro é a organização e administração de sistemas de pagamentos, ou seja, os agentes não precisam utilizar papel moeda em todas as suas interações. Sua utilização acaba se destinando a operações mais cotidianas e de menor valor; para operações mais vultosas, pode-se proceder por meio da transferência de titularidade de depósitos bancários. A concessão de crédito é outra externalidade positiva proporcionada pelo sistema financeiro, por meio da viabilização da execução de investimentos para além dos recursos próprios dos agentes, que podem elevar a produtividade da economia, trazendo benefícios e maior bem-estar para a população (Carvalho et al, 2007, p. 271).

As externalidades negativas provêm das interações entre as instituições financeiras, onde as obrigações de uma constituem-se em ativos de outras, podendo provocar o *contágio* quando uma das instituições quebra. Mesmo que nem todas as instituições estejam interligadas por interações problemáticas e que parte delas seja rigorosamente administrada, a *perda de confiança* por parte dos clientes irá causar um efeito em cadeia, pois estes vêem os bancos como parte de uma classe

única. Se acrescentarmos a isso a dependência das firmas em relação ao financiamento oferecido por essas instituições, o colapso no sistema financeiro inevitavelmente teria efeitos sobre os níveis de emprego e renda na economia real (Carvalho et al, 2007, p. 272).

A *regulação prudencial* refere-se ao conjunto de normas que busca limitar os riscos a que as instituições financeiras se expõem. Entre os mecanismos para evitar a *corrida bancária* e a *perda de confiança* por parte dos clientes estão o *redesconto de liquidez*, os *seguros de depósitos* e instituições que funcionam como *emprestador de última instância*, papel fundamentalmente exercido pelos bancos centrais. Dessa forma, consegue-se garantir a disponibilidade de recursos aos clientes, independentemente do momento em que resolverem retirar seu capital dos bancos, evitando geração de desconfiança (Carvalho et al., 2007, p. 273).

Quando a intervenção passou a ser exercida, ela era exclusivamente feita pelo banco central, através da emissão de títulos públicos. Como mecanismo de controle da quantidade de reservas empossadas nos bancos comerciais o governo utiliza-se dos déficits, já que, a partir da percepção de excedente de reservas, vende títulos públicos, almejando a redução delas. Quando era necessário retirar liquidez na economia, reduzindo a base monetária por entender que os bancos têm maior reserva do que necessitam, o FED emite títulos que rendem juros e os troca pela reserva excedente. Para injetar liquidez na economia, utiliza o procedimento oposto, isto é, compra de volta seus títulos, elevando as reservas bancárias e deixando de pagar juros aos bancos (Papadimitriou e Wray, 2010, pp. 10-11).

A criação do mercado de fundos do FED, que visa à garantia de uma meta de taxa de juros, através do controle das reservas, faz os bancos perceberem que não precisam abrir mão de seus títulos de longo prazo para oferecer empréstimos aos clientes. Tais empréstimos geram posições de longo prazo, o que também ocorre com os títulos do governo. Um não exclui o outro, o banco pode optar por manter as duas operações, atuando por meio de *“short positions”*, ou seja, ele vende suas reservas esperando que no momento de honrar seus compromissos possa comprá-las por menos, obtendo rendimentos com essa operação (Papadimitriou e Wray, 2010, pp. 11-12).

Os compromissos de curto prazo emitidos pelos bancos comprometem a criação de reservas bancárias no futuro. Esse fato o prende às expectativas das condições em que as reservas



serão obtidas: se as expectativas são desfavoráveis – maiores custos – refletir-se-ão nas taxas de juros de curto prazo, ou seja, se espera pagar mais caro no futuro, cobrará mais caro na emissão de títulos de curto prazo (Papadimitriou e Wray, 2010, p.12).

## **2.2. O Crash de 1929 e as Ameaças de Crise<sup>8</sup>**

Numa análise histórica, a crise de 1929 resultou dos excessos promovidos por bancos de investimento que desfrutavam da confiança dos agentes de *Wall Street*. As *holdings* de grandes empresas, junto com os bancos de *Wall Street*, criaram fundos para realizar importantes investimentos em suas afiliadas. Vendiam então participações desses fundos a um público que não questionava a confiabilidade deles, tornando as operações extremamente alavancadas, não refletindo as operações reais da economia. Assim, logo esses instrumentos financeiros construídos, inevitavelmente, acabaram deflacionando, levando à Grande Depressão. Esses fundos são versões menos sofisticadas dos fundos mútuos existentes atualmente.

O *crash* exigiu medidas mais drásticas em todas as esferas da economia, principalmente na financeira. Tais reformas segregaram as instituições financeiras: cada uma delas deveria se limitar a atuar em uma linha específica de negócios. As medidas do *New Deal* não garantiram a superação da Grande Depressão - só os gastos com a segunda guerra mundial o fariam - mas garantiu a conformação de um ambiente estável para a economia depois da guerra. Esse foi o período do *Welfare State*, a *Golden Age*. Outra crise financeira só emergiria em 1966, mas todas as ameaças foram facilmente barradas pela pronta atuação do governo.

Essa estabilidade foi substituída por crises recorrentes a partir de meados da década de 70. Elas foram se tornando cada vez mais graves e mais freqüentes, mas até a crise financeira de 2007, todas de certa forma foram resolvidas por intervenções combinadas dos bancos centrais e de instituições internacionais como o FMI. Por diversas vezes, o FED teve de assumir a posição de prestador de última instância e os governos precisaram alavancar a menor demanda do setor privado, garantindo níveis de renda e emprego toleráveis.

---

<sup>8</sup> Este item tem como referência Wray (2011a).

### **2.3. A Evolução Institucional e as Crises**

Na evolução histórica das instituições regulatórias, vemos que a primeira e mais duradoura forma de regulação exercida sobre as instituições financeiras se dava pelo *controle direto* de suas operações, gerando elevada demanda sobre as instituições de supervisão. O objetivo principal era eliminar o risco de iliquidez, ou seja, garantir que as operações bancárias não prejudicassem a disponibilidade de recursos para fazer frente aos saques dos clientes. Por meio do acompanhamento de indicadores, a regulação garantia um limite mínimo de reservas nos balanços das instituições e delimitava sua esfera de atuação. Essa era a época da segmentação do sistema financeiro (Carvalho et al., 2007, pp. 274-275).

Toda essa restrição à livre atividade dos bancos acabou por engendrar inovações que possibilitassem aos bancos fugir à regulamentação. A diversificação das fontes de recursos, conhecida como *administração de passivos*, diminuiu a relevância dos depósitos à vista na composição do passivo dos bancos. Toda a regulação anterior baseava-se em indicadores sobre tais depósitos; assim, não conseguiria mais conter as operações de risco assumidas pelas instituições bancárias enquanto as autoridades monetárias não se adequassem ao novo contexto (Carvalho et al., 2007, p. 275).

Acrescenta-se a isso a percepção de que os intermediários financeiros têm incentivos a incorrerem em maior risco, exigindo alterações nas formas de regulação, já que seus retornos dependem do volume de negócios e dos riscos atrelados a eles, pois contratos mais arriscados oferecem maior retorno. Some-se a isto o fato de que, no caso de fracasso, o ônus recairia sobre a fonte de recursos às instituições, o poupador, que, pela opacidade desses contratos e pela assimetria de informações (muitas instituições utilizaram-se de fraudes e enganaram deliberadamente seus clientes, instigando-os a investir em títulos sobre os quais tinham conhecimento prévio de que enfrentariam *default*), não tem, ao certo, a noção do risco que corre (Carvalho et al., 2007, p. 276).

O *Acordo de Basiléia*<sup>9</sup> de 1988 visou à correção dessas distorções e mudou o parâmetro utilizado: do passivo dos bancos para suas aplicações. Os países assinantes do acordo estabeleceriam a seus sistemas bancários *coeficientes de capital* proporcionais aos ativos e ao risco atrelado a eles, ou seja, com essa alteração, no caso de um investimento arriscado resultar em prejuízo, o capital dos acionistas também fica comprometido e não apenas os recursos de seus depositantes. O objetivo era estimular investimentos mais seguros. Essa alteração de parâmetro desprestigia a análise dos balanços dos bancos, o que, como será discutido posteriormente, configura-se numa lacuna aproveitada pelas instituições financeiras uma vez mais para fugir às regulações prudenciais, que, sob sua ótica, causam distorções no livre funcionamento do mercado (Carvalho et al., 2007, p. 277).

A diversificação das atividades dos bancos também os submete a outros tipos de riscos que não o de crédito, e essas outras atividades acabaram por ser incentivadas depois do primeiro Acordo de Basiléia, já que as exigências de capital prescreviam apenas os riscos de crédito, encarecendo-o. Assim, antes mesmo do acordo alcançar a plenitude nos países aderentes, teve de ser repensado, para que, por meio das exigências de coeficientes de capital, fossem desestimulados excessos quanto ao risco de crédito, de mercado e operacional. A aglutinação de ativos em carteiras com títulos e riscos diversos compõe um novo nível de risco, advindo exatamente da especificidade de sua composição. A regulação desse novo tipo de instrumento torna a tarefa de estipular os coeficientes de capital muito complexa (Carvalho et al, 2007, p. 277).

Quando o *Acordo de Basiléia II* foi divulgado, em junho de 2004, propunha resolver a questão estabelecendo que o coeficiente de capital exigido pelo órgão regulatório fosse o mesmo que o banco consideraria na gestão privada de sua carteira de ativos. Os cálculos seriam revisados pelos supervisores e os bancos seriam divididos em grupos conforme sua capacidade de

---

<sup>9</sup> No Acordo de Basiléia original tinha-se como principal objetivo diminuir a desigualdade competitiva entre os bancos nacionais, enquanto no Acordo de Basiléia II o foco foi o fortalecimento da solidez e estabilidade do sistema financeiro internacional. O mercado financeiro passou por profunda desregulamentação nas últimas décadas. Para efetuar a transferência da responsabilidade sobre a determinação das taxas de juros ao livre mercado, o Comitê considerou apropriado impor padrões de capital aos bancos. Com a globalização, fazia-se necessário um Acordo mundial. Esperava-se, com a elevação dos padrões de capital, a diminuição de empréstimos entre bancos, fazendo-os recorrer ao mercado de capitais com taxas mais elevadas e um controle menos direto às operações fora do balanço (Jan Kregel, 2006, pp. 25-26).

administração de riscos, onde aos mais avançados seria permitida a fixação dos coeficientes de capital. Por último, o Acordo pressupunha que o mercado seria responsável pelo julgamento da administração de riscos de cada instituição, ou seja, os órgãos reguladores legavam ao próprio mercado a decisão de em qual instituição confiar (Carvalho et al, 2007, p. 277).

A partir de meados da década de 90, a regulação prudencial prestigia muito mais as *estratégias de investimento* assumidas pelos bancos, dada a obsolescência dos antigos métodos de supervisão. A *auto-regulação* incumbe os próprios bancos de definir uma estratégia de avaliação e tratamento de riscos, projetando modelos quantitativos que possam ser submetidos às autoridades regulatórias, através dos quais possam ser calculados os coeficientes de capital. Contudo, os modelos baseiam-se em séries históricas e, portanto, não podem prever adversidades. Por outro lado, submetê-los a testes de resistência, simulando um acontecimento que trouxesse reveses à instituição, elevaria os coeficientes de capital exigidos, aumentando os custos das instituições, ou seja, os coeficientes são calculados respeitando a normalidade, deixando as instituições despreparadas para imprevistos (Carvalho et al, 2007, p. 278).

A evolução institucional torna a supervisão regulatória cada vez mais difícil. A redução das barreiras entre segmentos de mercado possibilita a conformação de grandes conglomerados financeiros que são capazes de agir globalmente, por causa da redução do custo da captação de capital advinda da desintermediação, particularmente do processo de securitização e dos mercados secundários, com instrumentos derivativos atrelados a seus colaterais. Tais conglomerados criam uma nova configuração de riscos que os reguladores ainda não estão preparados para supervisionar (Carvalho et al, 2007, p. 278).

## **2.4. Novos Instrumentos e Práticas**

Os contratos tornaram-se muito mais complexos e detalhados com a informática, permitindo maior adequação aos gostos dos clientes. Até as operações mais rotineiras do setor bancário foram suplantadas pela automação. Grande parte dos serviços oferecidos nas agências foram substituídos pelos caixas eletrônicos, reduzindo os custos. Atualmente, até operações mais complexas como a decisão de aplicação de recursos podem ser feitas pelo próprio cliente através da internet (Carvalho et al, 2007, p. 288).

Nas economias menos avançadas, a predominância do mercado de crédito e da intermediação financeira se contrapõe à predominância dos mercados de capitais e à desintermediação (estabelecimento de contrato direto entre credor e investidor que reduz os custos de serviços bancários) nas economias mais desenvolvidas. Os mercados de capitais possibilitam a colocação de papéis junto aos emprestadores finais, evitando os elevados custos da intermediação. Essa colocação direta só é possível se o tomador for capaz de disponibilizar aos possíveis interessados as informações de que necessitam, de forma padronizada, para que possam aplicar métodos de avaliação do título e assim decidir comprá-lo ou não. Por meio da conformação de um mercado secundário, esses papéis ganham liquidez e podem, pela transparência que oferecem, ser renegociados facilmente antes do prazo de vencimento do contrato, garantindo maior raio de manobra ao seu proprietário (Carvalho et al, 2007, p. 256).

No mercado de crédito, além da necessidade de cadastro de dados, preparação de avaliadores e acompanhando do comportamento dos clientes, há um custo adicional: o *custo do intermediário*, que compõe a margem de segurança da instituição no caso de inadimplência e descasamento dos passivos emitidos em favor dos aplicadores e dos ativos que representam obrigações dos tomadores. O mercado de capitais, por possibilitar a contratação direta do aplicador pelo tomador, elimina também esse custo (Minsky, 1987, p.3).

No mercado de capitais, como os tomadores são grandes empresas com possibilidade de seguir padrões de contabilidade e disponibilizar as informações através de sistemas modernos, a contraparte não é representada por famílias e aplicadores individuais diretamente, até mesmo por que a análise e acompanhamento do desempenho delas exigem certo conhecimento do funcionamento dos mercados. Os investidores institucionais, que centralizam as aplicações de famílias e investidores individuais, assumiram essa contraparte (Carvalho et al, 2007, p. 279).

Os bancos, buscando se adaptar a essa nova realidade e tentando minimizar o custo do intermediário, passam a prestar serviços de corretagem, além de operarem a chamada *securitização secundária*, onde o banco empacota títulos semelhantes, que têm como colaterais os empréstimos realizados a seus clientes, e os repassa a grandes investidores institucionais.

Dessa forma, obtém recursos para emitir mais ativos e repassar o risco de crédito e de juros aos aplicadores finais (Carvalho et al, 2007, p. 291).

Os derivativos, como o próprio nome sugere, são ativos cujos valores derivam de outros e têm a peculiaridade de permitir a decomposição dos riscos envolvidos numa transação, proporcionando a cada participante incorrer apenas no risco que lhe pareça mais propício. Substituem em alguns casos os mercados secundários, por possibilitarem a revenda do título em condições adversas já estabelecidas; portanto, oferecem liquidez (Carvalho et al, 2007, p. 280).

A instabilidade característica dos anos 70 impulsionou o mercado de derivativos. Com o aumento do risco incorrido pelos agentes, formas de defesa de seus rendimentos ganharam relevância no mercado. O crescimento dos derivativos esteve muito vinculado ao da securitização. Com eles, os colocadores de títulos puderam decompor os riscos e formar os preços de forma mais acurada. Dessa forma, mais aplicadores puderam ser atraídos, já que se respeitavam diferentes opções de exposição a diferentes riscos (Carvalho et al, 2007, p. 289).

Os *swaps*, um tipo específico de derivativos, permitem a seus detentores fugir às condições adversas ou menos rentáveis da praça financeira em que operam. O contrato visa a condições mais favoráveis oferecidas em mercados diferentes em condições especificadas (Carvalho et al, 2007, p. 289).

No novo milênio ganharam espaço os *derivativos de crédito*, uma nova forma de administração de riscos que permite aos bancos fugir à securitização, que, por vezes, enfrenta a resistência dos tomadores. Através do *credit default swap* (CDS) um “vendedor de proteção” (por exemplo, uma seguradora) garante a compra do crédito no caso de inadimplência do tomador em troca do pagamento de um prêmio. Se a operação se dá sem contratemplos, o banco retém o ativo em seu balanço e paga o prêmio ao vendedor de seguros. Contudo, se ocorre o *default*, o vendedor de seguros fica com o título e reembolsa o valor do contrato ao banco e assume a perda (Carvalho et al, 2007, p. 293).

Os investidores institucionais emergem primeiramente nos Estados Unidos pela menor cobertura e pelo menor volume de recursos destinados pela administração pública à previdência,

requerendo das famílias melhor planejamento e complementação da renda por meio da previdência privada, instigando-as a aplicar seus recursos em *pools*, que lhes oferecem maiores oportunidades de retorno, dada a maior gama de investimentos que podem financiar, além da gestão profissionalizada dessas carteiras (Carvalho et al, 2007, p. 293).

Os *fundos de pensão* são um tipo específico de investidor institucional, nos quais as famílias aplicam seus recursos visando rendimentos num futuro mais distante. Já os *fundos de investimento* administram as poupanças de famílias que preferem atuar em mercados específicos, como o monetário ou o de ações. Por sua vez, as *companhias seguradoras* utilizam os prêmios pagos pelos contratantes para investir, de forma que obtenham recursos para fazer frente às contingências especificadas nos contratos (Minsky, 1987, p.2).

Na década de 80 emergem, nos Estados Unidos, os *fundos mútuos de investimento* como forma de escapar à regulação Q, que restringia o pagamento de juros sobre depósitos, numa época de elevada inflação, que impunha a corrosão do valor aos depósitos. Tais instituições substituem os bancos comerciais por não sofrerem regulação. Portanto, podem oferecer a mesma comodidade dos depósitos à vista, com maior rendimento. A expansão dessas instituições amplia a importância da securitização, já que preferem a aquisição direta de obrigações de grandes empresas, dado que contam com profissionais capazes de analisar as melhores alternativas entre risco e retorno, dinamizando também o mercado de derivativos, em busca de proteção em relação à maior dependência das variáveis de mercado (Minsky, 1987, p.4).

Com a mudança das leis que regem o sistema financeiro, a atuação dos bancos comerciais tendeu a se aproximar muito da dos fundos, tornando os limites menos discerníveis e deixando-os com o mesmo poder de competitividade. A revogação da lei *Glass-Steagal* (a lei que regia o funcionamento segmentado do sistema financeiro americano, delimitando a atuação de cada instituição e controlando os instrumentos utilizados) deu-se pela crescente pressão exercida pelos bancos comerciais, que se viam prejudicados em relação às demais instituições financeiras. O FED, antes da revogação de fato, aproveitou-se de brechas legais para admitir fusões entre instituições que operavam em diferentes frentes. Em 1999, quando a lei foi revogada, já não tinha controle efetivo sobre a atuação do sistema financeiro (Carvalho et al, 2007, p. 295-296).

## 2.5. Comportamento dos Bancos

A resposta dos bancos frente ao crescimento dos mercados de títulos e à pressão competitiva gerada pela securitização, pela própria globalização e pela desregulamentação imperantes foi a maior aceitação dos riscos, na tentativa de compensar a perda de rentabilidade. Uma das ferramentas utilizadas pelos bancos para ascender novamente entre os competidores do mercado financeiro foi a securitização dos empréstimos feitos aos clientes. O sistema bancário os transforma em títulos vinculados ao compromisso de pagamento por parte do contratante e os põe à venda no mercado secundário, retirando esses passivos de seus balanços. Com isso, conseguem captar mais recursos e realizar mais empréstimos, repassando aos compradores dos títulos o risco de inadimplência (Fahri e Cintra, 2008, p. 38).

Nas últimas décadas do século XX, os bancos comerciais, para fugir à exigência de capital imposta pelo Acordo de Basiléia e à concorrência acirrada que limitava sua rentabilidade, passaram a atuar como *dealers* no mercado de derivativos em troca de comissões. Entre as novas formas de atuação está a administração dos fundos de investimento, a gestão de ativos, fornecimento de seguros financeiros contra os riscos dos derivativos de crédito e oferta de crédito nas emissões de *commercial papers*, entre outros títulos de dívida do mercado de capitais (Fahri e Cintra, 2008, p. 38).

O sistema bancário tem adotado a estratégia de elevação das *operações fora do balanço*, através da criação de novas pessoas jurídicas independentes que podem assumir a contraparte das operações dos bancos sem incorrer na regulação e limite de reservas das autoridades monetárias. Um exemplo de transação mantida fora do balanço são as garantias dadas pelos bancos aos emitentes de títulos, ou seja, caso a empresa não cumpra seu compromisso, o banco assume tal pagamento, garantindo assim a maior negociabilidade do papel. Um papel pode passar a atrair investidores com esse tipo de garantia; assim, os títulos passam a ser comprados mais pela garantia subjacente do que pelo valor que representam (Fahri e Cintra, 2008, p. 38-39).

O exemplo acima não explicita todas as medidas adotadas pelo sistema bancário visando à superação da redução de rentabilidade trazida pela maior competição de outros intermediários financeiros nas últimas décadas do século XX. Constrói-se um sistema tão vulnerável que a partir



do momento em que os agentes participantes do mercado de capitais passam a realizar lucros pela desconfiança na continuidade da valorização dos ativos ou por duvidarem da compatibilidade dos mesmos com a estrutura financeira das empresas emissoras, associado à maior velocidade da transmissão de informações possibilitada pelas inovações tecnológicas, uma crise se alastra rapidamente pelo sistema. A ação inicial dará respaldo aos outros participantes e, a menos que as autoridades intervenham no intuito de reverter as expectativas, a valorização será de fato interrompida e um processo de queda de preços se retroalimentará (Fahri e Cintra, 2008, pp. 40-41).

As inovações empreendidas pelo sistema financeiro como um todo estimulam o mercado de crédito. Já que as instituições se alavancam, elas conseguem atender a demanda anteriormente reprimida. Num contexto de valorização de ativos e dos instrumentos financeiros atrelados a eles, a demanda por ativos líquidos aumenta. Quando as expectativas se reverterem, todos que entraram nesse mercado para aproveitar a maré de valorização e especular desejaram sair rapidamente, provocando uma deflação de ativos. A consequência será a elevação dos juros, dada a maior preferência pela liquidez dos agentes (Fahri e Cintra, 2008, p. 50-51).

Esse processo compromete não apenas os mercados monetário e de capital, mas também o lado real da economia, pois todos os investidores serão afetados pela maior taxa de juros de curto prazo, que se refletirá na de longo prazo, reduzindo os preços das ações e títulos e também os investimentos, engendrando um ciclo vicioso.

Na década de 60, época em que se engendraram muitas inovações institucionais e operacionais, a compra de ativos com fundos externos passou de 4% para 20%. Preocupado com a inflação que a criação de crédito ocasionava, o FED elevou a taxa de juros, a taxa de redesconto, os requerimentos de reservas e baixou o teto da taxa dos depósitos de curto prazo, ou seja, utilizou todo o arsenal disponível para limitar a atuação dos bancos como ofertantes de crédito (Wray e Papadimitriou, 2010, pp. 12-13).

Essa mudança instigou muitas inovações no sistema financeiro, todas visando a fontes alternativas de recursos que não sofressem a intervenção que se tornara mais custosa. A *regulação Q*, um conjunto de regras impostas pelas autoridades monetárias que restringia a

atuação dos bancos comerciais, desencadeou um redirecionamento do fluxo de depósitos em direção ao mercado de eurodólares que não sofria a regulação, prejudicando a praça bancária de Nova York (Wray e Papadimitriou, 2010, pp. 13-14).

No período pós-guerra, os Estados Unidos tinham um sistema financeiro robusto devido a vários fatores (depressão recente, práticas conservadoras, déficit fiscal). Aos poucos, toda a institucionalidade bem definida e com grande poder de atuação foi substituída por um sistema mais alavancado. Os bancos reduziram a participação em títulos públicos e elevaram a importância dos empréstimos, preferiram o rendimento proporcionado pelo cliente, já que as restrições impostas desprestigiam o rendimento advindo de títulos e as inovações instauradas permitiam a alavancagem de reservas (Wray e Papadimitriou, 2010, p. 14).

Até o início dos anos 70, os bancos comerciais tinham vantagens sobre as outras fontes de recursos disponíveis pelo acesso aos depósitos segurados pelo FED e pela diversificação do risco possibilitada pela grande quantidade de clientes, com fontes de rendas diversificadas. A primeira vantagem foi substituída pelo mercado de *commercial papers*. As empresas podiam conseguir fluxo de caixa por um custo menor, preferindo essa prática em relação ao contrato de empréstimo com o banco. A segunda vantagem dos bancos comerciais (a diversificação de riscos) pôde ser suprida pela inovação da emissão de títulos garantidos por empréstimos alocados em fundos (Wray e Papadimitriou, 2010, pp. 17-18).

Enquanto os bancos requeriam 450 pontos bases de *spread*, ou seja, de diferença entre o que pagam por seus passivos e o que ganham nos ativos, para arcar com as reservas impostas aos bancos comerciais (reservas não geram retorno, logo elevam o custo) os mercados financeiros, que não sofrem regulação, podiam trabalhar com menores *spreads*. Para restaurar a lucratividade, os bancos passaram a cobrar taxas sobre a originação de “empréstimos em movimento” que ficariam fora de seus balanços (hipotecas) não sofrendo a exigência de reservas. Os bancos de investimento podiam comprar esses empréstimos feitos pelos bancos e repassá-los na forma de *securities* para os investidores, além de contratar *agências de rating* para “avaliar” tais papéis e economistas para desenvolver modelos que demonstrassem que o retorno proporcionado é muito

maior do que o risco, isto é, toda uma estrutura foi desenvolvida para validar as novas práticas (Wray e Papadimitriou, 2010, p. 8).

Os bancos passaram a assumir posições ativas nesse novo mercado, provendo garantias de liquidez aos envolvidos nos contratos. Na verdade, o que fizeram foi voltar a se expor ao risco de *default* dos tomadores de empréstimo aos quais deixaram de oferecer crédito direto. Como Minsky já argumentara em 1986 no livro *Stabilizing an Unstable Economy*, a securitização cria títulos financeiros livres das barreiras nacionais. O período do pós-guerra, livre de depressão, cria uma situação onde há muitos investidores à procura de lucros ao redor do mundo. As elevadas classificações oferecidas pelas agências de *rating* a esses pacotes de *securities* aparecem como alternativas aos investidores globais que buscavam uma maior proporção desejada de ativos denominados em dólares. Enquanto a política restritiva levava os investidores a procurar outros investimentos mais rentáveis, o mercado *subprime*, com preços mais acessíveis e padrões mais baixos de subscrição, os atraía (Wray e Papadimitriou, 2010, pp. 19-20).

### **2.5.1. A emergência do Sistema Financeiro Global na Sombra**

As instituições que, antes da crise *subprime*, operavam alavancadas sem disporem de acesso aos seguros de depósitos e operações de redesconto dos bancos centrais (que, por consequência, não se submetiam aos Acordos de Basiléia) compõem o *sistema financeiro na sombra*. Entre elas estão os grandes bancos de investimento independentes, os *hedge funds*, os fundos de investimento, os fundos *private equity* e os diferentes veículos especiais de investimentos (*CDOs* e *SVIs*), que são instrumentos criados pelos bancos para atuar nesse mercado sem elevar as reservas de capital.

Ao mesmo tempo em que os bancos diversificam suas esferas de atuação e competem mais diretamente com outras instituições financeiras, essas últimas também assimilam as operações antes exclusivas dos bancos, com a diferença de que não sofrem a regulação, não tendo acesso às garantias do sistema, e, por consequência, não respeitam os limites de criação de crédito.

Na primeira onda de redistribuição dos riscos, os bancos “empacotavam” os créditos concedidos, enviavam às agências de crédito para classificação e lançavam sobre eles outros

títulos, atrelando o rendimento à quitação das dívidas originais. Esses títulos formavam camadas (*tranches*) de prioridade de pagamento, ou seja, os títulos mais arriscados e que, portanto, ofereciam maior retorno seriam os últimos na priorização de retorno em caso de *default*. É a chamada inferior (*equity*). Os títulos menos arriscados e com menor retorno seriam os prioritários, seguidos pelos proprietários de títulos da camada intermediária (*mezzanine*).

Dentro dos bancos, diversas pessoas jurídicas eram criadas para adquirir, com os recursos provenientes da emissão de títulos de curto prazo, os títulos estruturados citados acima, evitando que a operação entrasse nos balanços contábeis. Através desse esquema, os bancos conseguiam mais recursos, que lhes permitiam conceder novos créditos e elevar seus rendimentos, num processo de crescente alavancagem.

Numa progressiva transformação operada no mercado financeiro, passaram depois a emitir versões sintéticas de tais instrumentos, agora com lastro em derivativos de crédito e não mais nos créditos concedidos. Como essas novas entidades não podiam criar moeda diretamente ao conceder crédito, utilizavam, então, os recursos para assumir a contraparte das operações dos bancos, tornando-se parte do mercado de crédito.

Muitos outros intermediários financeiros optaram por também participar do *sistema financeiro na sombra*, como os bancos de investimentos e os fundos de pensão. Alavancaram-se vertiginosamente e adquiriram ativos mais arriscados. As agências de classificação de risco tiveram papel fundamental na emergência desse sistema, na medida em que ajudavam na montagem dos “pacotes de crédito” que lastreavam os títulos de créditos emitidos pelos bancos.

“A emergência desse sistema financeiro transforma uma crise de crédito clássica em crise sistêmica. Os derivativos de créditos e os produtos lastreados em operações de crédito tornam os prejuízos incomensuráveis e redistribuem globalmente seus riscos. Esse fato desencadeia um ciclo vicioso, pois a impossibilidade de mensuração eleva a desconfiança dos agentes e, apesar das muitas injeções de liquidez na economia pelas autoridades monetárias, não se atinge o efeito desejado, mantendo-se a restrição de crédito das instituições financeiras já que a

preferência pela liquidez eleva-se, ou seja, os agentes se sentem mais seguros mantendo o ativo mais líquido do sistema” (Cintra e Fahri, 2008, pp. 35-36).

## 3.A CRISE SUBPRIME<sup>10</sup>

### 3.1. Introdução

O aumento do crédito imobiliário norte-americano proporcionou uma década de valorização progressiva dos imóveis, chegando a triplicar de valores. O crescimento do financiamento hipotecário refletiu, até 2006, o incremento de novos tomadores pela menor exigência de comprovação de renda e pela política de estímulo aos vendedores de hipotecas e a securitização desses créditos em mercados organizados. As instituições financeiras originavam crédito ao conceder o financiamento e distribuíam-nos por meio da securitização dos títulos emitidos (documentos que tinham como colateral os créditos concedidos), repassando-os aos investidores institucionais como os *hedge funds*, companhias de seguro e fundos de pensão.

Como redistribuíam o risco, tornaram-se menos cautelosos com relação à análise da capacidade de pagamento do tomador de empréstimo, o que já vinha se esboçando devido à redução das margens de segurança frente ao melhor desempenho não apenas do setor imobiliário, mas da economia como um todo.

Não fosse a incorporação de novos clientes ao mercado hipotecário *subprime*, ele teria atingido seu auge em 2003, mas continuou crescendo muito até 2006, ampliando a bolha especulativa. Pelas características dos tomadores, o percentual de hipotecas *subprime* securitizadas passa de cerca de 50% em 2001 para mais de 80% em 2006. Além do maior risco com relação aos tomadores, há também a especificidade das operações envolvidas: eram de longo prazo, com condições de pagamento híbridas, ou seja, no período inicial - dois ou três anos - as prestações e as taxas de juros eram baixas e atrativas, mas nos 27 ou 28 anos restantes, dependendo da opção, as prestações eram maiores e as taxas de juros eram reajustadas a mercado. Havia ainda os contratos *interest-only loans*, em que os tomadores só pagariam os juros do financiamento nos anos iniciais; posteriormente, aos juros dever-se-ia acrescer amortizações do principal, requerendo maior aporte de capital dos tomadores.

---

<sup>10</sup> Esse item baseia-se em Borça Jr. e Torres Filho (2008).

Enquanto as taxas de juros caíam e os preços dos imóveis elevavam-se, os agentes que enfrentassem problemas para honrar seus compromissos, ao terem as prestações aumentadas, podiam se desfazer do contrato vigente, conseguindo inclusive melhores condições de financiamento, mesmo que tivessem que pagar elevadas quantias aos intermediários financeiros, responsáveis pela negociação, já que podiam vender o imóvel valorizado, quitar o contrato antigo e conseguir outro financiamento.

Tudo funciona bem até que as taxas de juros americanas passam a apresentar trajetória ascendente, de 1% a.a. em 2004 para 5,25% a.a. em junho de 2006. Os agentes passaram a se desfazer de seus imóveis sem a possibilidade de refinanciamento quando se deparavam com o reajuste da taxa de juros a mercado. Esse processo desencadeou rapidamente uma desvalorização imobiliária, dificultando ainda mais a possibilidade de quitação de compromissos dos chamados tomadores ninjas<sup>11</sup>. A crise era iminente, uma vez que a bolha imobiliária não poderia durar para sempre.

A contaminação do mercado financeiro se deu da seguinte forma: em troca de mais recursos que possibilitassem o oferecimento de novos empréstimos, os agentes do mercado imobiliário recorreram aos fundos de investimentos com os títulos hipotecários, prometendo um retorno atrelado ao pagamento da dívida, acrescido de uma taxa razoável. Os fundos de investimentos formavam *tranches* ou pacotes com esses títulos de acordo com seu risco (quanto maior o risco, maior o retorno), repassando-os, em seguida, a seus cotistas conforme suas preferências. A composição das *tranches* era determinada por agências especializadas em classificação de riscos, com base em modelos estatísticos que utilizavam informações sobre taxas de inadimplências para cada tipo de devedor e empréstimo concedido. A *tranche* que oferecia maior retorno era também a primeira a assumir as perdas no caso de inadimplências. Era o chamado “lixo tóxico” ou *equity*. Se as perdas fossem superiores ao montante assumido pelo *equity*, os cotistas com papéis classificados como “B” seriam os próximos, e assim sucessivamente.

---

<sup>11</sup> Um crédito concedido a tomadores que não podem comprovar renda, nem emprego e nem a propriedade de ativos (No Income, No Job, (and) no Assets). A expressão foi cunhada pela HCL Finance, uma financeira da Califórnia, especializada em conceder empréstimos com documentação mínima, isto é, sem exigência de comprovação de renda, emprego ou depósitos bancários. "Ninja" era o nome de um dos seus produtos financeiros.

Para redistribuir essas *tranches* no mercado de capitais, os bancos dividiam-nas em três grupos: as *seniores*, de menor risco; as *mezzanine*, com risco médio; e o *equity*, de maior risco. Essas últimas eram submetidas a transformações financeiras por meio da utilização de derivativos de crédito, visando à melhora de suas classificações de risco. Os bancos transferiam para os fundos *CDOs* (pessoas jurídicas criadas para assumir a contraparte da retirada de tais operações de seus balanços) uma combinação variada de títulos, de natureza diversa, esperando diluir o risco e obter melhores classificações. Muitos títulos lastreados em hipotecas *subprime* foram classificados como de baixo risco pelas agências de *rating* por causa dessa articulação. Essa estruturação possibilitou que o risco se disseminasse e que até os agentes mais avessos ao risco, como fundos de pensão e companhias de seguros, sofressem a contaminação.

Quando os juros passaram a apresentar trajetória ascendente, empurrando para baixo os preços das casas, a taxa de inadimplência elevou-se substancialmente e atingiu não apenas a tranche *equity*, mas também as de menor risco. A falta de clareza com relação à alocação do risco assustou os investidores e os fez liquidar suas posições vinculadas ao mercado imobiliário, tornando a taxa de captação de recursos superior à taxa básica de juros, instaurando problemas de liquidez no sistema financeiro norte-americano, uma vez que as entidades criadas passaram a utilizar as linhas de crédito que possuíam com os bancos, o que, na prática, significava a transferência de parte dos prejuízos.

Aos primeiros sinais do estouro da bolha imobiliária nos EUA, Ben Bernanke, o então e ainda presidente do FED, mostrou-se cético quanto a sua dimensão e assegurava que não extrapolaria os limites daquele mercado específico. Mas, com o tempo, ficou claro que o sistema financeiro como um todo estava imerso no esquema *subprime* e que os riscos de crédito tinham sido distribuídos de tal forma que algumas das principais instituições credoras faliram e comprometeram, com elas, muitas outras instituições financeiras, fazendo com que não apenas o presidente do FED repensasse os efeitos da crise imobiliária, mas todos os agentes financeiros: a liquidez foi reduzida significativamente e as taxas de risco (*spreads*) se elevaram num movimento sincronizado. Com os investidores internacionais desfazendo-se de suas posições em créditos hipotecários, a redução da liquidez dos títulos de curto prazo (*commercial papers*) e a



elevação das taxas de juros do mercado interbancário, os bancos centrais do mundo todo viram-se obrigados a intervir.

Como um exemplo da maior intervenção do Estado no mercado financeiro, depois de décadas de desregulamentação, o FED ao perceber que o *Bears Stearns* – o quinto maior banco de investimentos do país, que, aliás, não estava sob sua jurisdição – estava prestes a falir, empresta o capital ao *JP Morgan Chase* para sua aquisição. A intervenção não cessou tão facilmente como todos desejavam. Até as agências privadas garantidas pelo governo norte-americano (*Fannie Mae* e *Freddie Mac*<sup>12</sup>) tiveram de receber injeções de liquidez, dadas as características de captação de recursos a baixo custo e rentabilidade desejáveis, o que as tornava responsáveis por 40% do mercado de hipotecas dos EUA. Mas tal medida não foi suficiente para acalmar os investidores, requerendo, afinal, a estatização das duas agências.

O ponto determinante dos desdobramentos da crise, porém, ainda estava por vir: quando o *Lehman Brothers* - quarto maior banco de investimento dos EUA - requereu apoio financeiro ao FED, e obteve uma resposta negativa, antes mesmo de falir, desencadeou a desconfiança global sobre a solvência do sistema bancário norte-americano e sobre os impactos dessa crise sobre a economia global.

Diante do agravamento da crise, o Tesouro norte-americano preparou um pacote de US\$ 700 bilhões para expurgar os ativos podres dos balanços do sistema bancário e permitir o retorno da liquidez, mas a medida não surtiu o efeito esperado e as turbulências persistiram. Só a ação conjunta dos bancos centrais ao redor do mundo e maiores injeções adicionais de liquidez no sistema, aliado à garantia, pelo Tesouro, das notas de crédito (que são as classificações dadas pelas agências especializadas, como a *Standart & Poors*, aos títulos que elas avaliam), independente da instituição emissora, contiverem o caos, com alguns solavancos ao longo do caminho.

---

<sup>12</sup> As duas instituições são autorizadas a conceder empréstimos com garantia do governo dos EUA. Antes da crise, eram líderes do mercado secundário de hipotecas, ou seja, ofereciam liquidez aos geradores de hipotecas, facilitando o financiamento da casa própria.

### **3.2. Wray, um seguidor de Minsky analisando a crise<sup>13</sup>**

A crise iniciada em 2007 é apenas o desfecho de um desenvolvimento de longo prazo, inclusive validado politicamente, e não uma “exuberância irracional”, como afirmou Alan Greenspan.

No início do novo milênio, com o estouro da bolha da internet e a com a política de baixos juros do FED, os investidores procuravam fontes alternativas de lucros. Nesse cenário as hipotecas *subprime* se ofereciam como alternativa rentável, com baixo padrão de subscrição (pouca exigência de comprovações de renda e garantias de ressarcimento). Os corretores eram compensados por levar o mutuário a aceitar condições desfavoráveis, elevando o valor dos títulos. Os novos instrumentos com taxas de juros ajustáveis depois de dois ou três anos foram inclusive endossados pelo presidente do FED.

Após os primeiros anos, os mutuários percebiam que as hipotecas não eram tão acessíveis como poderia parecer a princípio e precisavam refinar. Criaram-se esquemas de penalidades contra pagamentos antecipados. Assim, no momento de refinanciamento, que só era possível pelo preço crescente dos imóveis, o mutuário proporcionava mais lucros à cadeia de securitização. Outro incentivo a esse tipo de instrumento foi a garantia de companhias seguradoras. Contar com seguro sobre o pagamento fez os títulos receberem as melhores classificações de risco. O fato mais contraditório é que as próprias companhias de seguro tinham posições vendidas em hipotecas *subprime*. As maiores seguradoras e agências de classificação estavam envolvidas no esquema.

Na falta de histórico para avaliação da taxa de inadimplência dos mutuários as agências de classificação utilizaram-se do preço crescente dos imóveis, garantindo bons preços até para os títulos de maior risco. O financiamento de moradias tornou-se desregulado, alavancado e especulativo, além de muito mais sujeito a variações nas expectativas de mercado, que se baseiam em complexos modelos de avaliação.

---

<sup>13</sup> Esse subitem tem como referência Wray (2008).

A estabilidade da década de 1990 ampliou as inovações, que elevaram a concorrência e a alavancagem das instituições, elevando a disponibilidade creditícia, que aumentou a demanda por financiamento de casas, elevando seus preços e incentivando novos processos inovadores. Esse foi o ciclo virtuoso criado, que dependia da apreciação constante dos ativos, objetivo seguido por toda a cadeia envolvida, desencadeando a transformação de uma estrutura composta majoritariamente por finanças *hedge* em uma mais frágil, onde prevalecia a composição de unidades especulativas e *Ponzi*.

Se a liquidez fosse o único problema gerado pelo *subprime*, o FED poderia socorrer as instituições e garantir o cumprimento dos compromissos. Porém, há também o problema de insolvência, embutido nas hipotecas que requerem refinanciamento dos juros até que o imóvel passe a se valorizar ou a renda do mutuário se eleve, permitindo o pagamento de maiores parcelas.

A partir dos primeiros anos do século XXI disseminou-se a crença de que os EUA viviam numa economia menos sujeita a choques. Isso se devia ao pronto resgate oferecido pelo FED, isolando rapidamente ameaças ao sistema financeiro. O presidente do FED, Bem Bernanke, seguiu a doutrina de seu antecessor e injetou liquidez na economia, reduziu a taxa de juros de seus títulos, retirando alguns custos da taxa de redesconto dos tomadores, induzindo a empréstimos desnecessários e reduzindo a penalidade sobre a ultrapassagem do limite de acesso a esses fundos. Em 2007 foi, então, amplamente difundido que a confusão imobiliária seria rapidamente contida, os preços dos imóveis se recuperariam e os impactos sobre a economia seriam mínimos. Os mercados foram induzidos a não se reestruturarem. O *risco moral*<sup>14</sup> foi criado a partir da tentativa de tornar o sistema menos vulnerável.

A crise de 2007 assemelha-se em muito à crise das instituições de poupança da década de 1980, também repleta de inovações e de incentivos desregulatórios e de política. Essas ameaças

---

<sup>14</sup> O risco moral está relacionado à informação assimétrica, uma situação na qual uma parte na transação possui mais informações que a outra. No caso de um banco, a atuação do banco central como emprestador em última instância e garantidor do funcionamento do sistema bancário em prol da economia como um todo, pode levar a práticas “irresponsáveis” ou menos cautelosas.

ao desempenho da economia continuarão a acontecer, a menos que as práticas fraudulentas e de enorme exposição ao risco sejam proibidas, por meio do abandono das instituições às conseqüências de suas próprias atitudes, criando memória recente de colapso e do controle mais efetivo sobre os instrumentos utilizados.

O medo se espalha para outros títulos já que os agentes passam a questionar a classificação de risco dada pelas agências. Percebeu-se que até os títulos municipais eram mais arriscados do que se acreditava. As seguradoras foram penalizadas nesse processo, incorrendo em maior risco do que o esperado e, além disso, passaram por revisão de classificação pelas agências depois da crise. Alguns bancos de investimento prometeram assumir de volta os títulos lastreados em hipotecas no caso de *default* e, portanto, também sofreram com esses rebaixamentos e transferências de perdas.

O FED foi avisado algumas vezes sobre os menores padrões de subscrição dos empréstimos *subprime*, mas não tomou nenhuma decisão que reduzisse a inovação nesse tipo de instrumento. Se a autoridade monetária tivesse deixado claro aos emissores que estava atenta às transformações e não permitisse excessos, a crise possivelmente não teria tomado as proporções que tomou. Porém, todas as tentativas de regulamentar o mercado de hipotecas foram combatidas pelos bancos por meio de alegações a favor da inovação e das forças do mercado. Os bancos sempre foram enfáticos ao pedir que os reguladores permitissem que eles, credores experientes, decidissem sobre os instrumentos e práticas utilizadas, e não burocratas que não entendem a lógica de funcionamento do sistema financeiro.

### **3.3. Como a crise *subprime* e a teoria de Minsky se conectam**

O evento devastador que a queda nos preços dos bens imobiliários pode causar no balanço, tanto das famílias quanto das empresas, mas principalmente das instituições financeiras que carregam ativos que tenham os bens imóveis como colaterais é enorme. As conseqüências dessa interação entre mercado imobiliário e mercado de dívidas são questões que preocupavam Minsky e ainda o fazem com seus seguidores. Por isso fazem algumas sugestões de políticas a serem adotadas para evitar um colapso no sistema financeiro. Ao longo de toda sua vida, Minsky esteve

consciente da importância do *Big Bank*<sup>15</sup> e do *Big Government* no que concerne ao equilíbrio entre esferas real e financeira da economia, mas desde muito cedo também percebeu a interpretação errônea e o risco moral que a atuação deles podia suscitar nos agentes (Kregel, 2010, pp.31-32).

Numa análise da crise financeira iniciada em 2007, a alta taxa de defaults das hipotecas subprime foi o estopim do colapso, mas poderia ter sido qualquer outro evento, pois o mais importante é a instabilidade enraizada no sistema financeiro ao longo das últimas décadas. A crise subprime em si não teria causado impacto tão grande na economia norte-americana. As perdas teriam significado pouco em comparação ao PIB do país. O que causou o pânico global e a deflação de dívidas foram as transformações de longo prazo em direção da instabilidade. É através do entendimento de tais modificações que se pode evitar a crise financeira em conjunto com o colapso da economia (Wray, 2011b, p. 4).

Muitos que responsabilizam a política de baixos juros do FED, sugerindo que estimulou a especulação. Wray (2011b, pp. 5-6) discorda. O FED elevou gradualmente a taxa de juros desde 2004 e a bolha especulativa e os abusos no mercado imobiliário se tornaram piores depois desta data. Ocorre que a elevação da taxas de juros não conseguiu desfazer uma bolha especulativa desde que a expectativa de ganhos supere 400 pontos bases. O fato de a elevação ser gradual também sugere aos interessados que uma diferença muito grande na taxa de juros requereria muitos anos para se processar.

A inovação no campo das finanças permite que as dívidas cresçam mais do que a habilidade para pagá-las e, devido ao fato da renda ser desviada para os rentistas, que têm menor propensão ao gasto, reduz-se a demanda agregada. É a forma e a distribuição dos passivos totais mantidos como ativos pelas unidades econômicas que determinará a fragilidade do sistema. A estrutura financeira influencia diretamente o comportamento dos agentes econômicos.

---

<sup>15</sup> O Banco Central é a instituição responsável por guiar as práticas financeiras, prevenindo a instabilidade decorrente das práticas e instrumentos financeiros. Como prestador de última instância, precisa assegurar a oferta de fundos contra uma corrida aos bancos. Os bancos centrais afetam o funcionamento da estrutura financeira por meio da intervenção no mercado financeiro e nas taxas de redesconto cobradas quando uma instituição tem de recorrer aos fundos federais, pela determinação da taxa de juros. Deve sinalizar ao mercado as práticas que está disposto a garantir, impondo limites a atuação das instituições (Minsky, 1986, pp. 322-328)

Ao contrário dos passivos das famílias, das firmas e dos intermediários, os gastos do governo são passivos não tidos como ativos por nenhum agente, ou seja, a atuação fiscal do governo funciona como uma fonte externa de financiamento não implicando em maior instabilidade. Num período de expansão, não tendo de adotar políticas contra-cíclicas, o governo tem menor proporção de passivos do que as outras unidades, a participação da dívida privada se eleva e torna o sistema mais instável (Kregel, 2010, p. 34).

A proporção entre dívidas e ações pode determinar a instabilidade de uma economia, o máximo aceitável seria 1:1, mas num período de expansão os acionistas de uma empresa, para se beneficiarem dos rendimentos proporcionados pela alavancagem, acabam elevando a proporção de débitos, ou seja, de capital de terceiros, o que multiplicaria as perdas no caso de reversão do ciclo (Kregel, 2010, pp. 34-35).

Se a taxa de crescimento do valor dos ativos torna-se a taxa a qual o valor dos ativos são esperados a crescer, ou seja os valores atuais são determinados pelas expectativas futuras, então o preço dos ativos tornam-se maiores do que a renda ganha no presente. Assim, uma reversão das expectativas de crescimento pode levar à queda acentuada no valor dos ativos, afetando o patrimônio líquido das unidades econômicas e a existência de dívidas pendentes. O dinheiro é o ativo menos arriscado e compõe o portfólio dos agentes mais avessos ao risco. O objetivo das instituições de poupança é atrair esses agentes e convencê-los a deixar seu dinheiro, sua liquidez, nas mãos deles (Kregel, 2010, p. 35).

As instituições que operam na subscrição e na corretagem de ativos operam diferentemente de instituições financeiras como os bancos comerciais e o banco central, dado que seus balanços contam com ativos intangíveis representados por fluxos de compromissos futuros a serem pagos - descontados a uma determinada taxa - e seus passivos são fluxos de compromissos futuros para fazer pagamentos. A maior proporção desse tipo de instituição torna o sistema mais instável. São as instituições que operam com débitos que causam uma evolução na instabilidade do sistema. Os tomadores de posição no mercado de dívidas, operando os ativos indiretamente possuídos, através de intermediários financeiros, por agentes avessos ao risco, são muito mais importantes do que os tomadores de posição em mercados de ações (Kregel, 2010, p. 36-37).

Ocorre que, com a evolução institucional, o mercado de ações se torna intimamente ligado ao de dívidas. Nesse caso, seria necessário garantir o refinanciamento do total das dívidas. A emissão de dívidas resulta também da vontade dos proprietários de ações em suportar um risco adicional para ganhar uma renda adicional resultante da alavancagem. O intermediário financeiro emite um passivo que as instituições de poupança aceitam e utilizam os recursos obtidos com isso para assumir os passivos das unidades investidoras. O intermediário, então, eleva a aceitabilidade dos passivos de unidades investidoras por unidades de poupança. Seu lucro será positivo enquanto houver uma diferença de taxa de retorno entre ativos com risco elevado e o passivo aceitável por investidores avessos ao risco (Kregel, 2010, p. 38).

A rentabilidade dos intermediários financeiros depende de sua capacidade de investir todo o dinheiro disponível, sem deixar de lado a capacidade de transformar a demanda por seus passivos em dinheiro. Precisam ser capazes de resistir a drens transitórios ou persistentes e podem fazê-lo enquanto conseguirem vender ou prometer algum de seus ativos rentáveis por dinheiro. Isto é, se os proprietários dos passivos emitidos pelas instituições financeiras quiserem trocá-los por dinheiro, elas precisam ter uma forma de refinanciamento rápido e funcional (Kregel, 2010, p. 39).

Se não houver um mercado que proporcione liquidez aos intermediários, esse processo não poderá funcionar, uma vez que não conseguirão honrar seus compromissos. A pior coisa que pode acontecer a uma instituição financeira é a venda forçada de ativos para conseguir honrar seus compromissos, pois isso implicaria em queda no valor deles. Para se proteger de episódios como esse, os intermediários utilizam-se da relação estabelecida entre os bancos e o prestador de última instância (Kregel, 2010, p. 39-40).

Falando mais especificamente da crise atual, as autoridades regulatórias poderiam ter percebido a progressão da instabilidade por meio de indicadores como a elevação da dívida privada em relação à dívida total e a proporção de ativos de hipoteca no total de dívidas privadas. Se interviessem quando eles atingiram altos patamares, talvez os agentes tivessem percebido o comprometimento delas em manter a estabilidade e também tivessem adotado posturas menos arriscadas (Kregel, 2010, p. 43).

Os diversos instrumentos criados a partir do empréstimo dos bancos comerciais ao mercado imobiliário não tinham nenhum ativo propriamente dito como colateral. Os chamados veículos financeiros tinham como colaterais as tranches de lixo tóxico das hipotecas subprime. As dívidas cresceram numa proporção muito maior do que os ativos, a alavancagem foi exponencial e qualquer reversão de expectativa de crescimento no valor dos imóveis poderia instaurar a crise financeira, como de fato aconteceu (Kregel, 2010, p. 44).

As autoridades monetárias acabaram por estender os benefícios do empréstimo de última instância a várias instituições do sistema financeira, como Minsky sugerira, mas só o fizeram depois de o colapso já ter acontecido. Isto é, não foi uma medida preventiva (Kregel, 2010, p. 45).

### **3.4. A Insolvência das Instituições Financeiras**

A crise de 2007-2008 não foi uma crise de liquidez, mas sim uma crise caracterizada por maciça insolvência entre as instituições financeiras. Todas as operações realizadas entre elas eram baseadas numa “névoa de enganos” (conforme a expressão utilizada por Wray, 2011b, p.6). Quando a taxa de inadimplência eleva-se, os bancos percebem que só têm produtos hipotecários de má qualidade e dívidas com outras instituições; mais grave ainda, todos os outros bancos tinham adotado a mesma estratégia. Em consequência dessa percepção, não estavam propensos a rolar as dívidas de curto prazo e pararam de emprestar uns aos outros, levando o sistema ao colapso. Mesmo nos dias atuais essas instituições continuam insolventes, e só não entram em colapso definitivo devido ao suporte do Tesouro norte americano e do FED.

Os modelos utilizados por esse mercado para avaliar o risco baseavam-se numa série histórica incomum de perdas menores e onde a estrutura do sistema financeiro deveria permanecer sem modificações. Mas, como Minsky já argumentava nos anos 70, a estabilidade relativa encorajaria comportamentos que alterariam endogenamente as estruturas financeiras de *hedge* para *Ponzi*. Tais modelos utilizados para validar e atrair investidores também não prevêm a interdependência entre os devedores, onde a quebra de um pode levar a uma avalanche de quebras individuais. Muitos investidores nem tentavam entender o risco associado ao instrumento que adquiriam, já que apenas confiavam na classificação de risco das agências ou apenas



adotavam as mesmas estratégias que os maiores investidores, acreditando que eles tivessem mais informações e mais conhecimento sobre o desempenho futuro do mercado (Papadimitriou e Wray,2010, p. 20).

As *securities* lastreadas em hipotecas foram financiadoras do *boom* do mercado imobiliário; e foram adquiridas através da emissão de títulos de curto prazo, como os *commercial papers*. Como essas hipotecas eram retiradas dos balanços dos bancos, elas não absorvem nem reservas nem capital. Essa inovação é capaz de criar uma oferta infinita de financiamento, estimulando / gerando preços crescentes no mercado imobiliário, mas esse processo não pode continuar para sempre porque o pagamento das dívidas por parte dos tomadores deve validar os instrumentos negociados. Como esses instrumentos não estavam sob a proteção do FED, problemas de insolvência podiam levar facilmente a uma crise de liquidez (Papadimitriou e Wray,2010, pp. 20-21).

São perversas as conseqüências das mazelas do mercado financeiro sobre o mercado de trabalho nos EUA. Desde a década de 70 tem ocorrido a estagnação dos salários e aumento da desigualdade, com os ganhos de produtividade sendo direcionados para o topo da pirâmide de distribuição de renda. Para manter os mesmos padrões de consumo, as famílias passaram a se endividar, processo dinamizado ainda mais pelo relaxamento dos termos de empréstimos e aumento de valor da habitação. O aumento do consumo, além dos recursos disponíveis por meio de dívidas e estimulado pela menor regulação e supervisão das instituições financeiras, aliado a um *boom* imobiliário pautado pela fraude, engendraram as condições que levaram à crise (Wray, 2011b, pp. 5-6).

### **3.5. As Agências de Classificação como Agentes Diferenciais**

O “colchão de segurança” é expresso na HIF pela diferença entre os fluxos de caixa gerados pelo investimento e os custos do empreendimento, inclusive os financeiros. O aumento da fragilidade financeira se dá pela redução imperceptível das margens de segurança durante um período de estabilidade. Quando a margem de segurança torna-se ínfima, qualquer diferença entre as expectativas e o que ocorre efetivamente pode gerar atrasos nos pagamentos e, no pior dos casos, vendas de ativos. A pressão exercida sobre os preços eleva os encargos da dívida real e

torna cada vez mais complicado o comprimento dos contratos pelas firmas (Kregel, 2008, pp. 7-8).

Os banqueiros, apesar de conhecerem os planos futuros dos investidores e as condições de concorrência, não têm como prever as condições futuras, da mesma forma que qualquer outro agente. Assim, a decisão de financiar um projeto de investimento ainda se baseia na confiança e na credibilidade do empreendedor. Para isso, os banqueiros devem analisar o histórico de pagamentos do cliente, além das expectativas de fluxo de caixa futuro. A decisão pautar-se-á muito mais no passado do que no futuro (Kregel, 2008, p. 8).

Assim, em um período de crescimento sustentado, não é necessário que os banqueiros reduzam suas margens de segurança. Basta que tenham bons históricos de pagamento dos tomadores de empréstimos, possibilitados pelas condições econômicas, para validarem maior quantidade de financiamentos. A redução das margens de segurança provém, então, do método utilizado para avaliar os riscos (Kregel, 2008, p. 9).

Além da análise histórica de pagamentos, os banqueiros passarão a financiar projetos de áreas específicas da economia se seus concorrentes assim o fizerem. Validando projetos de investimento para não ficarem atrás dos concorrentes, os bancos acabam incluindo na carteira clientes que não teriam sido contemplados com base na avaliação do histórico de pagamento. O fato de as condições econômicas melhorarem a capacidade de pagamento corrobora essa atuação e os bancos não percebem que estão reduzindo a margem de segurança, já que a margem de inadimplência reduz-se. Não é necessária nenhum contexto de euforia para que as margens de segurança sejam reduzidas (Kregel, 2008, p.8).

Os bancos passam a seguir a lógica de “originar e distribuir”. Sob essa lógica, os bancos procuram maximizar suas receitas e comissões sobre a emissão de ativos, gerindo tais ativos fora do balanço, dentro das afiliadas, que são pessoas jurídicas criadas para tal, e subscrevendo a distribuição primária de títulos colateralizados por esses ativos. Esse sistema isenta os bancos da avaliação do histórico de pagamento do tomador de empréstimo, já que o risco é transferido ao proprietário do título emitido. Dessa forma, a margem de segurança deteriora-se (Whalen, 2008, p. 101).

As pessoas jurídicas criadas são reconhecidas legalmente como entidades financeiras independentes e emitem seus próprios passivos para adquirir os ativos emitidos pelos bancos. Qualquer risco de crédito associado ao ativo originado pelo banco é transferido a essas instituições e seus investidores, que compram os títulos emitidos, ou às companhias de seguro, que garantem o retorno aos compradores de tais títulos. Para que esses títulos emitidos por essas novas afiliadas possam ser adquiridos por investidores institucionais, como fundos de pensão e seguradoras, precisam ter uma classificação de risco do tipo *grau de investimento* (Whalen, 2008, p. 102).

As agências de classificação de risco deveriam cumprir o papel de avaliação do histórico de pagamento, antes desempenhado pelos bancos. Esse novo processo diferencia o modelo de “originação e distribuição” analisado por Minsky do atual e, sob essa perspectiva, o desenrolar da crise *subprime* é, por consequência, diferente. Essas agências, ao contrário dos bancos, não têm nenhum conhecimento acerca da capacidade de pagamento dos tomadores de empréstimo. Os bancos desenvolveram sistemas de avaliação da capacidade de pagamento desses tomadores de empréstimo que se baseiam em pontuações conforme seus atributos e não em dados que ofereçam bons indicativos da capacidade de pagamento. Assim, um sistema de algoritmos classifica a probabilidade de um tomador não honrar os pagamentos, alocando-o juntamente com tomadores de pontuação semelhante (Kregel, 2008, p. 12).

As agências de crédito utilizam-se dessa avaliação estatística feita pelos bancos e elaboram correlações dos grupos de ativos com as pontuações dos mutuários. Esse procedimento é aplicado tanto após a securitização de títulos como na montagem dos empréstimos incluídos no grupo que formam a garantia, sob posse das entidades jurídicas criadas. Os ativos são, dessa forma, agrupados conforme a probabilidade estatística de reembolso, não com base no histórico de pagamento (Kregel, 2008, p. 19).

As agências de classificação possuem mais informações do que as que disponibilizam para os investidores, dificultando a avaliação de diferentes riscos de crédito. Também não fica claro aos investidores que a classificação feita a títulos securitizados não são comparáveis às dadas aos instrumentos tradicionais (Kregel, 2008, pp. 19-20).

A securitização de hipotecas *subprime* - que não são garantidas pelo governo como os títulos securitizados de agências patrocinadas como Fannie Mae e Freddy Mac - é uma inovação recente e não conta com históricos de desempenho dos mutuários. Esses empréstimos gerados sem a devida documentação tiveram, assim, uma classificação “fabricada” (Kregel, 2008, p. 13).

Conforme já argumentado nesse trabalho, as hipotecas *subprime* contavam com taxas de juros mais baixas no curto prazo e, depois de dois ou três anos, elas seriam reajustadas conforme a taxa de juros vigente. O que se caracterizaria como uma finança *hedge* ou especulativa nos anos iniciais transformar-se-ia numa finança *Ponzi* num futuro não tão distante. Com maiores taxas de juros, a probabilidade de cumprimento dos compromissos financeiros pelos mutuários dependeria do refinanciamento. As hipotecas *subprime* poderiam ter o valor presente líquido (VPL) positivo se as taxas de juros futuras fossem favoráveis, se a renda do mutuário aumentasse ou se o preço das residências se elevasse mais do que a taxa de juros, permitindo a venda do ativo para honrar os compromissos e conseguir outro (Whalen, 2008, p. 101).

Sabe-se que a valorização dos imóveis foi de fundamental importância para garantir o funcionamento desse sistema. De qualquer forma, essa era uma finança do tipo *Ponzi*, pois a demanda por casas financiadas por novos empréstimos garantiu a elevação dos preços delas acima da taxa de juros (Whalen, 2008, p. 102).

A taxa de sobrecolateralização (determinada pela probabilidade de inadimplência nas hipotecas subjacentes) representa, no sistema financeiro moderno, o colchão de segurança exposto por Minsky, uma vez que a renda contratual das hipotecas securitizadas era um múltiplo das taxas de juros e do principal a ser pago aos proprietários de títulos sênior. A classe *sênior* representava um perfil *hedge* e recebia as classificações de grau de investimento das agências de rating, embora tivessem como colateral hipotecas *subprime* que se baseavam em posturas *Ponzi* (Kregel, 2008, p.17).

Para os títulos da camada inferior, a margem de segurança era nula e, em contrapartida, uma taxa de retorno bastante elevada. Mesmo com essas características, esses títulos sem grau de investimento foram vendidos para os *hedge funds*, que desejavam maior retorno, ou foram empacotados e utilizados como garantia para outra securitização que passou pela

sobrecolateralização. Assim, a probabilidade de inadimplência dos títulos originais determinava um colchão de segurança aparente, mas irreal. Para que esses instrumentos tivessem sucesso, dependiam dos graus de investimento e da confirmação por parte das agências, quando consultadas por seus clientes, da qualidade dos ativos subjacentes. Se inicialmente pautaram-se nos modelos estatísticos dos bancos, depois desenvolveram suas próprias técnicas, que não fugiam do modelo proposto (Kregel, 2008, p. 18).

A redução da margem de segurança, portanto, não foi devida à melhoria da avaliação dos tomadores, mas, sim, à expansão desenfreada do mercado imobiliário, que com seus preços crescentes compensava qualquer aumento na inadimplência. Aos bancos interessava a maior originação possível, pois através dela conseguiam retornos na forma de taxas e comissões. Com esse intuito foram criados os SIV's (*Special Investment Vehicles*) que facilitavam a distribuição atuando como compradores dos títulos *senior* das obrigações de hipoteca colateralizadas. Financiavam a compra de títulos estruturados (recebíveis de cartão de crédito securitizados, financiamento de veículos e títulos garantidos por hipotecas, que eram a maioria) a partir da emissão de títulos de curto prazo. Novamente, a margem de segurança foi reduzida pela sobrecolateralização (Kregel, 2008, p. 19).

Diferentemente da análise de evolução cíclica de redução da margem de segurança de Minsky, na crise de 2007-2008, dadas as inovações nos instrumentos financeiros, a estruturação da avaliação do risco de crédito já era, desde o princípio, sem fundamento real. Os lucros das agências de classificação parecem estar relacionados não a sua capacidade de avaliação, mas, sim, à superestimação do crédito e subvalorização do risco (Kregel, 2008, p. 21-22).

## **4. CRÍTICAS E SUGESTÕES DE POLÍTICAS INSPIRADAS NA TEORIA DE MINSKY**

Depois de evidenciado que os comportamentos assumidos pelas instituições financeiras, no intuito de fugir à regulação, foram responsáveis em grande medida pela crise instaurada em 2007 fica a dúvida: por que esses agentes e a teoria “neoliberal” não perderam espaço para um novo paradigma?

O ambiente instável, que se manteve mesmo depois de quatro anos do estopim da crise com a quebra do *Lehmon Brothers*, mesmo com todas as intervenções operadas e a socialização das perdas, impõe questionamentos acerca da manutenção dessa institucionalidade.

### **4.1. O Colapso Iminente**

Quando o próximo colapso vier é preciso deixar que se assumam as perdas, assim como é necessário empreender as reformas institucionais. Os danos colaterais devem ser gerenciados objetivando o suporte às famílias e empresas produtivas e não ao setor financeiro. O setor privado não pode ser a principal fonte de estímulos à demanda, pois isso elevaria novamente as dívidas. Segundo Wray, o déficit orçamentário do governo deveria ser três vezes maior do que o admitido na administração Obama nos EUA, o que não gerará crescimento a princípio, mas limitará os efeitos da depressão (Wray, 2011a, pp. 15-16).

Minsky já defendia que novas instituições econômicas para limitar o impacto da incerteza deveriam ser criadas e que as políticas devem ter com o objetivo último garantir padrões mínimos de sobrevivência para a sociedade de livre mercado. É preciso criar outro *New Deal* e focar em políticas que consigam conciliar crescimento econômico, geração de renda, estabilidade dos preços e justiça social (Wray, 2011a, p. 18).

A “hipótese de eficiência de mercado” defende que os empréstimos securitizados encontrariam naturalmente seu preço de equilíbrio, mas as evidências levam a acreditar que não. Ao longo das últimas décadas as grandes instituições reduziram seus padrões de subscrição, chegando ao extremo ao criar os empréstimos ninja. Sempre que os padrões de subscrição foram deixados a critério dos mercados, deterioraram-se. Quando uma classe de ativos apresenta

valorização ascendente, os credores esperam que essa valorização se mantenha. Passam então a investir mais em tal classe, esperando um fluxo de caixa que depende da valorização constante dos ativos. Tudo funciona bem até que alguém questione tal comportamento e comece a vender os títulos, recusando-se a rolar a dívida, que antes podia ser refinanciada. A noção de sobrevalorização causa a reversão da trajetória dos preços, levando ao colapso (Wray, 2011b, pp.7-8).

Mesmo com a extensão aos fundos mútuos dos empréstimos de última instância e das injeções de liquidez, nenhuma instituição dispôs-se a refinar os bancos e o sistema na sombra. As instituições descobriram o perigo da interconexão de suas operações (Wray, 2011b).

Da perspectiva de Wray (2011b, p. 13) todos os níveis da cadeia de financiamento imobiliário eram complexos e fraudulentos. Os agentes imobiliários, os avalistas e os corretores que sobrevalorizaram os imóveis e induziam os tomadores de empréstimos a termos que não tinham condições de pagar, os bancos de investimento e suas subsidiárias que securitizavam as hipotecas, as agências de classificação e firmas de contabilidade que validavam os preços e práticas, até os prestadores de serviço e juizes, que permitiam aos bancos tomar as casas e os CEOs e advogados que assinavam em nome dos contratos fraudulentos, todos corroboraram as práticas fraudulentas. Uma vez que o banco faz um “empréstimo mentiroso”, na expressão de Wray, toda a cadeia que valida tal operação é maculada. Toda ela torna-se “cúmplice do esquema”.

## **4.2. As Sugestões de Políticas de Minsky Aplicadas à Crise *Subprime***

Na visão de Minsky, a passagem de uma estrutura estável para uma instável não se deve a fatores externos, como a intervenção do governo, mas sim às operações e aos incentivos inerentes ao próprio capitalismo financeiro. Da mesma forma, sua teoria prescreve que não há forças subjacentes ao mercado que garantam o pleno emprego e distribuição igualitária de renda. A crise trouxe consigo um aumento do desemprego, mas não se pode ignorar uma tendência de mais longo prazo: na economia americana, o crescimento econômico não tem garantido o crescimento da taxa de emprego há algumas décadas. As últimas crises têm progressivamente dificultado a

recuperação dos postos de trabalho. Nas recessões anteriores à década de 30, a recuperação era rápida e robusta. Para a crise de 2001, foram necessários 36 meses para que eles voltassem ao nível pré-crise. Na crise atual já se passaram mais de 44 meses e a defasagem do nível de emprego ainda é de 7% em relação ao período anterior (Wray, 2011b, p.6).

Como medidas para restaurar a estabilidade no sistema, Minsky já defendia que os requisitos de capital devem ser ajustados ao risco incorrido e a avaliação deles deve ser feita por terceiros, que não se beneficiem da classificação. Os acordos de Basiléia requerem taxas de capital insignificantes. Para a superação da instabilidade, serão necessárias maiores restrições. A orientação de mercado que essas instituições adotaram fez com que a relação entre bancos comerciais e seus clientes, onde o banco deveria garantir o merecimento do crédito, acabasse (Papadimitriou e Wray, 2010, pp. 25-26).

As políticas governamentais deveriam ser orientadas para evitar as fusões, pois, para Minsky, quanto menores as instituições, melhor. A regulação deveria prevenir a utilização de certos instrumentos e práticas. A supervisão seria importante porque não se pode regular uma inovação vindoura, só depois de passar pela avaliação dos reguladores, um novo instrumento deveria poder ser utilizado. As grandes corporações deveriam ser evitadas pelo poder político que podem exercer. A segmentação também é importante. Para que os reguladores tenham potencial de controle, é necessário um sistema menos complexo para supervisionar (Papadimitriou e Wray, 2010, pp. 26-27).

Se as instituições insolventes, que tiveram de ser socorridas pela injeção de liquidez das autoridades monetárias, pudessem ter assumido o ônus das posturas adotadas, o colapso permitiria a revisão do arcabouço institucional, incutindo memória recente de crise e permitindo as reformas necessárias; sem isso, só se adia um evento inevitável, que tende a tomar proporções cada vez maiores (Wray, 2011a, p.7).

A política fiscal, que teria sido a saída imediata mais plausível a se considerar após o colapso, tornou-se limitada pela “histeria do déficit fiscal”(a crença de que o déficit gerado pelo governo americano não pode continuar, que, em algum momento, ele não será capaz de honrar suas dívidas, mesmo sendo o emitente da divisa internacional) disseminada ao redor do mundo.



Desde a administração Clinton (1993-2000), em que os republicanos atingiram maioria na Câmara e no Senado, a elevação do *teto da dívida americana*<sup>16</sup> deixou de ser automática. O objetivo dos republicanos era reduzir os gastos do governo. Porém, os gastos com programas sociais e aposentadorias, além das intervenções bélicas em outros países, ultrapassam a arrecadação há tempos.

Quando o déficit atingiu o teto estabelecido de 14,3 trilhões de dólares, democratas e republicanos decidiram atrelar a elevação do teto da dívida à redução do gasto público, mas demoraram a chegar a um consenso acerca da dimensão desses cortes e sobre como ele se processaria.

O acordo aprovado pelo Congresso aumentou o teto da dívida, mas também impõe várias medidas de austeridade fiscal para os próximos dez anos. As principais medidas do acordo prevêem um limite nominal para os gastos discricionários até 2021 e a formação de um comitê – composto por democratas e republicanos - que deve propor aumentos de receitas e reduções das despesas que resultem em 1,2 trilhões de redução do déficit orçamentário nos próximos anos. Caso o comitê não proponha medidas suficientes até janeiro de 2012, cortes adicionais devem entrar em vigor, ou seja, manter os gastos no patamar em que estão não se considera uma alternativa plausível, quiçá aumentá-los.

Os efeitos desse acordo para a economia não são promissores, principalmente se lembrarmos que uma redução nos gastos do governo pode afetar a demanda agregada em maior proporção do que uma elevação de mesma magnitude nos impostos.

As reformas do *New Deal* para superar a Grande Depressão são requeridas também agora, em dimensões maiores para que se reestruture o sistema financeiro vigente e se possa viver por um bem tempo sem ameaça de novos colapsos (Wray, 2011a, p. 7).

A legislação sobre a falência deve sofrer reformas que permitam ao mutuário livrar-se da dívida e refinar o imóvel a partir das condições correntes, dadas as características predatórias e a fraude envolvida nos instrumentos impelidos para ele. Para Wray (2008, p.8) muitos

---

<sup>16</sup> O teto da dívida é uma legislação que regulamenta quanto dinheiro o Tesouro americano pode emprestar para financiar o governo e pagar as contas exigidas por lei, como gastos com a saúde pública, defesa e educação.

mutuários foram enganados e o Congresso precisa posicionar-se em defesa desses indivíduos e não das instituições que adotaram posturas fraudulentas contra seus clientes. Essa medida deveria se limitar ao primeiro imóvel e a um valor máximo de propriedade, protegendo o direito à casa própria e coibindo a especulação. O refinanciamento deveria ser empenhado pelas autoridades mobiliárias federais e por empresas garantidas pelo Governo, mas para isso teria de se resolver os problemas das agências já garantidas, que contam com grande volume de títulos *subprimes* securitizados.

O Congresso estuda meios de restringir a sobrecarga de empréstimos arriscados, responsabilizando de forma mais direta as instituições que negociam hipotecas. A capacidade de pagamento dos mutuários deve passar por análise restritiva, isto é, o crédito não deve ser concedido àqueles que, por análise, avaliou-se que não será capaz de honrar os compromissos. Além disso, os empréstimos de taxa variável não devem ser utilizados nesse mercado, onde a redefinição dos termos é, muito provavelmente, desencadeadora de inadimplências (Wray, 2008, p. 8).

Sugere-se a divulgação dos termos de empréstimo da forma mais simples possível: na forma de um resumo que deveria trazer todas as informações relevantes aos tomadores, como taxas devidas e variações dos pagamentos mensais conforme os possíveis cenários e taxas. Outras informações, como as características dos mutuários de cada tipo de empréstimo e o valor de mercado das residências em relação ao empréstimo, também deveriam ser reportadas nesse documento, deixando claro aos assinantes do contrato os termos a que estão sujeitos (Wray, 2008).

As políticas adotadas com o objetivo de salvar o sistema financeiro não devem permitir a formação de grandes conglomerados, que se formam por fusões e aquisições. A dimensão das instituições financeiras compromete a estabilidade. Quando for necessário intervir, as instituições devem ser assumidas sob a administração do Tesouro ou de um ente governamental para restabelecimento, sendo devolvidas depois ao setor privado com certo lucro. Sugere-se, além disso, que a segmentação e regulamentação deveriam ser políticas prioritárias (Wray, 2008, p.5).

Os bancos devem ser levados à difícil escolha entre atuar como prestadores de serviço de utilidade pública (já que têm acesso às garantias governamentais e empréstimos do banco central) ou como meros especuladores. A securitização não precisa ser eliminada, mas os bancos devem ser proibidos de participar dessas operações. Mesmo para tais instituições não garantidas pelos órgãos governamentais as operações devem ser supervisionadas no sentido de melhorar a qualidade das subscrições. Apesar da dificuldade de inculcar uma visão de longo prazo num banco de investimentos, onde a dívida é securitizada e as operações não são supervisionadas, essa é uma ação necessária. Os bônus pagos aos gestores de fundos devem estar vinculados a resultados de longo prazo. Tais instituições devem cumprir papel além da intermediação, mantendo dívidas de longo prazo e emitindo dívidas próprias (Kregel, 2010, p. 43).

O resgate oferecido na última crise aumentou as conexões entre as quatro ou cinco maiores instituições financeiras mundiais, deixando o sistema ainda mais frágil. Para Wray (2011b) a próxima crise é eminente e qualquer evento pode dar início a ela. Oito milhões de postos de trabalho foram perdidos, reduzindo a demanda agregada em um trilhão de dólares e a dívida imobiliária que causou a crise em 2007 ainda existe (Wray, 2011b, p.8).

### **4.3. As práticas fraudulentas**

Para o desenvolvimento do colapso financeiro de 2007 algumas considerações são de extrema relevância: a gestão do dinheiro com a criação de diversos fundos de investimento que aglomeram poupanças das famílias, possibilitando a utilização de tais recursos na aplicação de grandes empreendimentos; a busca desenfreada pelo máximo retorno leva os gestores do dinheiro a assumir operações cada vez mais arriscadas, assim como a inovar na complexidade dos contratos e na contabilidade de suas empresas, numa tentativa de deixá-los menos inteligíveis, confundindo o cliente e o concorrente (Wray, 2011a, p. 6).

Sabendo da composição tóxica desses portfólios, esses gestores passaram depois a apostar no colapso de seus próprios clientes. Foi o que o *Goldman Sachs* fez com a dívida da Grécia (assim como outros bancos europeus) por meio da utilização de CDSs (*Credit Default Swap*), esse título oferece uma garantia do banco emissor contra o prejuízo gerado por um título específico. Com o questionamento da dívida grega, esses papéis passam a se valorizar, gerando

maiores retornos ao *Goldman Sachs* e deixando ao país piores condições de financiamento (Wray, 2011a, p. 8).

O Goldman Sachs foi responsável pela criação de *CDOs* sintéticos, que consistiam na escolha das piores carteiras, com mais ativos tóxicos, funcionando como uma aposta de que esses portfólios sofreriam revisões de classificação para pior. Tal deterioração era um investimento praticamente certo, bastava apenas que houvesse clientes na outra ponta apostando que os títulos não iriam sofrer *default*. Esses papéis são totalmente fantasiosos, não têm nenhum propósito social e é impossível determinar seus preços através do mercado (Wray, 2011a, p. 9).

O Goldman Sacks foi inclusive contratado por um *hedge fund* para criar *CDOs* sintéticos com ativos tóxicos para que pudessem apostar contra eles. O *CDO* resultante foi chamado de *Abacus* e continha *CDSs* providos pela AIG, ou seja, esse negócio esteve diretamente ligado à necessidade de intervenção do governo para impedir a quebra da maior seguradora do mundo (Wray, 2011a, p. 9).

As empresas de *Wall Street* que antes da crise de 1929 não podiam se beneficiar da elevação dos preços das ações, mas que o conseguiram por meio da criação de subsidiárias, no final da década de 90 acabaram se tornando “públicas”, ou seja, podiam emitir ações que se valorizariam conforme a estratégia de gestão do dinheiro adotada, com bônus atrelados ao valor das ações. Dessa forma, estimulam-se os ganhos no curto prazo com fraude e manipulação dos números ou rumores seletivamente “vazados” que elevem o valor de tais ações (Wray, 2011a, p.10).

Com todas as intervenções operadas pelo FED depois do início da crise, o *Goldman Sacks*, que era um grande fundo de hedge passou a se beneficiar das garantias oferecidas aos bancos comerciais que sofriam regulação, como acesso aos fundos do prestador de última instância e à taxa de desconto (Wray, 2011a, p. 10).

Os investimentos em ativos financeiros complexos tiveram a ajuda das mídias televisivas no marketing desse novo mercado. Os investidores deixaram o mercado de ações de empresas industriais e se dirigiram para esse mercado obscuro, com preços determinados a modelo ou a

mito, conforme a expressão de Wray. A demanda gerada levou as instituições financeiras a desenvolver inovações que as permitissem também participar do novo e rentável ramo de negócios (Wray, 2011a, p. 12).

Ao longo da reestruturação institucional já discutida, as agências governamentais foram cedendo lugar às agências de classificação privadas e a empresas de contabilidade que pudessem dar maior flexibilidade à avaliação, uma vez que cada carteira formada era muito mais complexa e específica. Todas as transformações processadas na estrutura institucional financeira culminaram com o colapso de três grandes bancos de investimento e com a intervenção do FED nas duas restantes, que não conseguiam mais financiar suas operações, dado o empobrecimento de liquidez que se operou no sistema financeiro global e o envolvimento delas nos ativos mais arriscados que eram os do mercado hipotecário *subprime* (Wray, 2011a, p. 12).

O governo teve que absorver essas perdas, socializando-as e incentivando o risco moral dessas instituições. A fraude tomou conta das operações dessas instituições. A estratégia era tão rotineira que as empresas de contabilidade assinavam os balanços mesmo correndo o risco de responder processo penal e seus responsáveis irem para a cadeia. Ou, então, eles não se preocupavam em incorrer nesse risco, dada a frouxidão do controle. O fato é que todos agiram em conluio e ninguém tinha poder suficiente para deter um processo tão generalizado (Wray, 2011a, p. 13).

O que ocorre são políticas fraudulentas no controle das operações e não há até o momento nenhuma investigação nem acusação contra os altos funcionários dessas instituições. Muitos deveriam estar encarcerados e nem ao menos foram intimados a responder pelos crimes cometidos. A falta de punição instiga o risco moral. Não vai demorar que se criem novos instrumentos inovadores que causem mais perdas à economia (Wray, 2011a, p. 13).

Para que as dívidas fossem validadas seria necessário o crescimento da renda, mas o desemprego e deterioração da renda não poderão ser totalmente compensadas pelos déficits do governo. O Congresso não permite aumentos e o corte de impostos é dificultado pela menor arrecadação com a queda da atividade econômica.

## Conclusões

A partir do estudo feito, conclui-se que a teoria de Minsky tem muito a acrescentar para a retomada e a manutenção do crescimento econômico por longo período. Contudo, depois de já terem se passado quatro anos do estouro da crise *subprime*, ainda não se pode dizer que as autoridades monetárias estejam considerando as sugestões de Minsky com o rigor necessário.

A garantia do salvamento das instituições financeiras instaura o risco moral, que as torna imprudentes. Sem que os novos instrumentos financeiros sejam deixados à própria sorte, para que os gestores voltem a preocupar-se com a instabilidade, parece improvável que um período de crescimento perdure.

O *boom* imobiliário do início do século XXI nos EUA estabeleceu uma lógica própria de funcionamento que dependia essencialmente da valorização constante dos imóveis. Os proprietários se deparavam com condições mais restritivas depois dos primeiros anos, e sem que pudessem vender o imóvel a um preço acima do que tinham estabelecido para o pagamento, essa especulação não teria prosseguido.

As agências de classificação, por não cumprirem o papel de avaliadoras do risco, dando grau de investimento para muitos títulos que não podiam, têm grande responsabilidade sobre o desfecho da crise do *subprime*. Mas, por outro lado, não se pode ignorar que tiveram aval para agir assim. As esferas políticas e financeiras estavam impregnadas com agentes defensores do livre funcionamento do mercado e, assim como qualquer outra instituição da cadeia, o objetivo último das agências é o lucro. Faz parte da lógica capitalista procurar formas de gerar maiores retornos quanto possível. Não seria diferente com as agências.

As autoridades precisam reconhecer a fraude envolvida nas operações antes da crise e ao longo dela. A fraude tornou-se uma prática normal no mundo dos negócios, os credores enganavam os investidores atraindo-os para ativos tóxicos e depois apostavam contra eles, utilizando-se de *swaps* de crédito.

Esse papel de estipular limites deveria ser cumprido por autoridades instituídas para tal, de forma que um agente externo ao sistema financeiro, que não se beneficiasse de suas inovações, pudesse controlar esse desenvolvimento.

O tamanho das corporações, produtivas ou financeiras, também é relevante na determinação da capacidade de controle das autoridades. Essa é uma das sugestões de Minsky: limitar a atuação e o tamanho das instituições, pois elas determinam os tamanhos das corporações produtivas, permitindo maior competitividade.

A crise de 2007, por não ter despertado nas autoridades responsáveis a urgência em relação às reformas, na verdade, ainda perdura. Os problemas enfrentados por países europeus com relação às dívidas nacionais e à imposição de termos por autoridades como o FMI são reflexos de instrumentos e práticas do mesmo tipo que desencadearam o colapso de 2007.

Depois de todo o levantamento bibliográfico feito, as políticas de contenção de gastos em países como Grécia e Portugal, parecem confrontar as sugestões de política deixadas por Minsky. Mesmo depois de ter voltado a ser um dos teóricos mais revisitados e apesar do diagnóstico oferecido por seus estudos, no estágio do capitalismo em que nos encontramos, enfrenta-se uma aversão a uma intervenção da profundidade que ele sugere.

Espera-se ter contribuído para a discussão da reformas institucional e financeira que devem ser empreendidas.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Borça Junior, G. e Torres Filho, E. (2008) “Analisando a Crise do Subprime”. *Revista do BNDES*, Vol.15, No 30, pp. 129-159, Dezembro.
- Carvalho, F.; Souza, F.; Sicsu, J.; Paula, J.; Studart, R. (2007). *Economia Monetária e Financeira – Teoria e Política*, Rio de Janeiro, Ed. Campus. 2ª Ed.
- Cintra, M e Fahri, M. (2008). “A Crise Financeira e o Global Shadow Banking System”. *Revista Novos Estudos*, Cebrap, Vol. 82, pp. 35-55.
- Kregel, J. (2006) “O Novo Acordo de Basiléia Pode Ser Bem-Sucedido Naquilo em que o Acordo Original Fracassou?”. In: Andrade e Sarti (organizadores). *Regulação Bancária e Dinâmica Financeira: Evolução e Perspectivas a partir dos Acordos de Basiléia*, pp. 25-26. Instituto de Economia, Unicamp.
- Kregel, J. (2008) “Minsky’s Cushions of Safety – Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market”. *The Jerome Levy Economics Institute*, Public Policy Brief, N.93, January.
- Kregel, J. (2010) “What Would Minsky Have Thought of the Mortgage Crisis?” In: *The Elgar Companion to Hyman Minsky*, pp. 31-45. Edward Elgar.
- Minsky, H. (1963) “Can ‘It’ Happen Again?”. *Dean Carson, ed., Banking and Monetary Studies*, pp. 101-111. In: Minsky (1982), cap. Can “It” Happen Again?, pp. 3-13.
- Minsky, H. (1978) “Financial Instability Hypothesis: A Restatement”. *Thames Papers in Political Economy*, Autumn, In: Minsky (1982).
- Minsky, H. (1980) “Capitalist Financial Process and the Instability of Capitalism”. *Journal of Economic Issues*, V. XIV, No.2, Junho. In: Minsky (1982).
- Minsky, H. (1982) *Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance*. New York, M.E. Sharpe.
- Minsky, H. (1986) “An Agenda for Reform”. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Yale University Press, pp. 294-333.
- Minsky, H. (1987) “Securitization”, *Handout Econ 335A - Fall*, September.
- Papadimitriou, D. and Wray, L. (2010) “Minsky on Money, Banking and Financing”. *The Elgar Companion to Hyman Minsky*, pp. 1-29. Ed. Edward Elgar Pub, October.
- Whalen, C. (2008) “Understanding the Credit Crunch as a Minsky Moment”. *Challenge*, V.51, N1, January-February.
- Wray, L. Randall (2008) “Lessons from the Subprime Meltdown”. *Challenge*, V.51, No.2, March-April.



Wray, L. Randall (2011a) “Minsky’s Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis”, *The Jerome Levy Economics Institute*, Public Policy Brief, No.661, March.

Wray, L. Randall (2011b) “Waiting for the Next Crash: the Minskyan Lessons We Failed to Learn”, *The Jerome Levy Economics Institute*, Public Policy Brief, No. 120.