

ISSN 1984-5588

Textos para Discussão FEE N° 125

Secretaria do Planejamento, Gestão e Participação Cidadã

Fundação de Economia e Estatística Siegfried Emanuel Heuser

Instabilidade financeira recente e crise *subprime*: uma abordagem a partir de Minsky

**Jardel Knecht da Silva
Róber Iturriet Ávila**

Porto Alegre, outubro de 2014



SECRETARIA DO PLANEJAMENTO, GESTÃO E PARTICIPAÇÃO CIDADÃ

Secretário: João Motta



**Fundação de
Economia e
Estatística**

DIRETORIA

Presidente: Adalmir Antonio Marquetti

Diretor Técnico: André Luis Forti Scherer

Diretor Administrativo: Roberto Pereira da Rocha

CENTROS

Estudos Econômicos e Sociais: Renato Antonio Dal Maso

Pesquisa de Emprego e Desemprego: Dulce Helena Vergara

Informações Estatísticas: Juarez Meneghetti

Informática: Valter Helmuth Goldberg Junior

Documentação: Tânia Leopoldina P. Angst

Recursos: Maria Aparecida R. Forni

TEXTOS PARA DISCUSSÃO

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos direta ou indiretamente desenvolvidos pela FEE, ou de interesse da instituição, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões. Todas as contribuições recebidas passam, necessariamente, por avaliação de admissibilidade e por análise por pares. As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade do(s) autor(es), não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista da Fundação de Economia e Estatística.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte.

Reproduções para fins comerciais são proibidas.

<http://www.fee.rs.gov.br/textos-para-discussao>

Instabilidade financeira recente e crise *subprime*: uma abordagem a partir de Minsky

Jardel Knecht da Silva

Róber Iturriet Ávila

Bacharel em Ciências Econômicas
pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos
Bacharel, Mestre e Doutor em Economia pela Universidade
Federal do Rio Grande do Sul, Pesquisador da Fundação
de Economia e Estatística e Professor da Universidade do
Vale do Rio dos Sinos

Resumo

Este artigo busca identificar os supostos da teoria minskiana no ambiente econômico consolidado durante as últimas duas décadas do século XX e a primeira do século XXI. O objetivo de estudar o cenário econômico nesse período é explorar as bases pelas quais a crise econômica de 2008, conhecida como crise do subprime, foi capaz de se originar no campo das finanças imobiliárias e afetar o lado financeiro e o lado real da economia mundial. O cerne da questão é conhecido como financeirização das economias, termo este que se refere ao processo no qual a esfera financeira se expande, através de movimentos autônomos, acima dos limites da esfera real da economia. A supervalorização da face financeira passa a tornar os seus imperativos dominantes, também, no campo real da economia, interligando vários setores e maximizando o poder de transmissão de crises.

Palavras-chave: Minsky; crise do *subprime*; financeirização.

Abstract

This paper aims at identifying aspects of Minsky's theory in the economic environment over the last two decades of the 20th century and the first decade of the 21st century. The objective of studying the economic scenario in this period is to explore the basis on which the economic crisis of 2008, known as the subprime crisis, was able to arise in the field of real estate finance and affect the financial and the real sides of global economy. The core of the matter is known as financerization, which refers to the process in which the financial sphere expands through autonomous movements above the limits of the real economy. The overvaluation of the financial side starts to make their imperatives dominant in the real field of economics too, linking various sectors and maximizing the power of transmission of crises.

Key-words: Minsky; Subprime Crisis; Financerization.

Classificação JEL: F33, F42.

1 Introdução

A recente crise financeira, iniciada em 2007, nos Estados Unidos, e transformada em crise econômica mundial a partir do ano de 2008, foi caracterizada pelo seu poder de disseminação entre vários mercados e setores da economia. Uma onda de inadimplência que se iniciou no setor imobiliário norte-americano foi capaz de se expandir para o restante do sistema econômico, afetando tanto o lado financeiro quanto o lado real da economia. Esse poder

de transmissão é característico do sistema econômico-financeiro consolidado com a crescente liberalização da economia, notoriamente iniciada nas duas últimas décadas do século XX. Nesse cenário, a crescente difusão de mecanismos de interligação dos mercados expandiu o risco de uma crise isolada transformar-se em uma crise sistêmica.

Sendo resultado dos mercados com livres fluxos de capitais, a expansão do setor financeiro da economia acima do nível de atividade do setor real consolida o fenômeno chamado de **financeiração** das economias. Esse tipo de expansão só é possível quando o mercado financeiro movimenta fluxos que não representam o valor real dos ativos negociados e, sim, o valor virtual gerado endogenamente por movimentos especulativos.

É recorrente no atual arranjo econômico a forte presença do mercado financeiro atuando também no setor real da economia. Essa ligação é feita por mecanismos diretos (imposição dos acionistas na tomada de decisão das empresas) e por mecanismos indiretos (formação de portfólios de investimento a partir da necessidade de captação de recursos por parte das empresas). Com efeito, as flutuações típicas do mercado financeiro, expressas, por exemplo, pelas variações no valor da taxa de câmbio, da taxa de juros e dos ativos em bolsa de valores, passam a impactar diretamente na economia real, mesmo que esse mercado não represente estritamente as condições reais da economia.

A fundamentação teórica utilizada neste trabalho para explicar o processo do qual decorreu a crise do *subprime* é de caráter pós-keynesiano e possui como principal expoente o economista Hyman P. Minsky (1919 – 1996). As teorias desenvolvidas por Minsky caracterizam o cenário econômico apresentado nos últimos anos e explicam como as flutuações típicas da economia são iniciadas no lado financeiro e transportadas de forma sistêmica entre os mercados. Esse processo consolida-se, muitas vezes, em crises e recessões que atingem, também, o lado real da economia.

Sob essa revisão teórico-bibliográfica, esse artigo visa interpretar a crise *subprime* e alguns de seus efeitos para a economia mundial. Além dessa introdução, o artigo traz na seção 2 a revisão bibliográfica das teorias da Hipótese da Instabilidade Financeira e da formação de Unidades Financeiras ao longo dos ciclos econômicos, ambas concebidas por Minsky (1986; 1993; 1995). A terceira seção descreve as mudanças no sistema financeiro entre meados dos anos 1980 e a primeira década dos anos 2000, de modo a encontrar nexos explicativos da crise *subprime* na teoria de Minsky. Por fim, estão registradas as considerações finais.

2 Principais supostos da teoria de Minsky

O instrumental teórico pós-keynesiano, criado e aperfeiçoado por Hyman P. Minsky a partir dos trabalhos de John Maynard Keynes, é utilizado neste capítulo para explicar o sistema econômico que foi capaz de gerar a crise do *subprime*. Esta seção está dividida em duas partes: a primeira delas apresenta a Hipótese da Instabilidade Financeira (MINSKY, 1993) para delinear o regime geral de funcionamento do sistema econômico atual; a segunda expõe uma caracterização das Unidades Financeiras e suas relações com as fases do ciclo econômico (MINSKY, 1986; 1995).

2.1 A Hipótese da Instabilidade Financeira

A Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) delimita uma série de características que deve possuir um sistema capitalista com tendências a crises endógenas. Essas características estão fortemente presentes no sistema econômico consolidado com a liberalização crescente das economias, a partir das duas últimas décadas do século passado.

Conforme Minsky (1993), há uma sucessão de regimes que compõe a HIF, sendo eles:

- a) A economia capitalista deve operar livremente e possuir um sistema financeiro complexo e sofisticado, cujos instrumentos apresentam uma contínua evolução. Esse sistema econômico alterna períodos estáveis e caóticos. Nesse contexto, a incessante busca de cada agente pelos próprios interesses leva, ao longo do tempo, à formação de condições propícias à ocorrência de turbulência na economia, mesmo quando a situação inicial tenderia à estabilidade;
- b) Como subproduto do primeiro ponto, a instabilidade torna-se endógena às economias capitalistas;
- c) Nas fases de revés, ocorrem inflações interativas, deflações de débitos ou bolhas especulativas;
- d) Estabelecido o processo acima descrito, os movimentos ganham autonomia. Restrições são impostas para tentar atenuar a instabilidade. Essas restrições tomam a forma de instituições, práticas e/ou intervenções políticas que afetam a estrutura institucional. Além disso, as propriedades de auto-organização dos mercados também atuam recompondo a economia. Esse conjunto de fatores estabelece também condições para o surgimento de um novo período estável;
- e) Esse novo período estável se estabelece, geralmente, com um baixo nível de atividade econômica. O período subsequente também costuma ser caracterizado pela estagnação; e
- f) Nesse novo período de estabilidade, a busca pelos interesses próprios de cada agente na economia inicia um novo processo de aceleração, permeado pela especulação e por um baixo nível de inflação. Esse novo período gera, novamente, um regime que se expande de forma incoerente e se contrai de forma desastrosa.

A partir dessa sucessão de regimes, é possível concluir que as economias capitalistas possuem um padrão cíclico, com características relativamente invariantes. Contudo, apesar da possibilidade de identificação das mesmas características gerais ao longo de diferentes ciclos, cada um é marcado pelo seu próprio nível de expansão e suas próprias particularidades, tornando impossível uma comparação perfeita do presente com o passado (MINSKY, 1993).

O fundamento da HIF é a coexistência, em economias capitalistas, de dois grupos de preços diferenciados, sendo eles: os preços da produção corrente (medido pelo índice de preços ao consumidor) e os preços dos ativos de capital (medido pelo índice de preços das ações). Esses preços fazem referência, respectivamente, ao setor real e ao setor financeiro da economia. As flutuações desses índices podem ser suaves ou radicais, ou ainda transformar qualquer processo inflacionário, especulativo ou deflacionário com características iniciais suaves em um comportamento incoerente da economia (MINSKY, 1993).

Em uma economia capitalista complexa e sofisticada, que opera com dois níveis de preços e com os mercados de trabalho, de produtos e de fluxos de renda multiplamente interligados, a busca individual dos agentes pela satisfação de seus interesses não leva, necessariamente, ao ponto ótimo econômico. Nesse tipo de sistema econômico, a busca pela proteção individual é capaz de gerar reações negativas frente a uma queda no fluxo de

fundos de determinado ativo, originando, desse modo, declínios adicionais e contínuos (MINSKY, 1993). Nesse ponto, é consolidada a ideia de que uma queda inicialmente suave em determinado preço é propulsionada pelos próprios agentes e se torna uma queda radical, podendo transformar um período estável em turbulento.

Em termos de análise, a HIF desenvolve um modelo de economia capitalista no qual o nível e a velocidade de realização dos investimentos dependem: (a) das relações existentes entre o nível de preços da produção e o nível de preços dos ativos de capital; (b) do financiamento interno, proveniente dos lucros brutos obtidos pelos agentes; (c) da disponibilidade de financiamento externo, proveniente do sistema financeiro (MINSKY, 1993). Nesse caso, os níveis de preços da produção e dos ativos de capital demonstram as possibilidades de investimento, caracterizando, respectivamente, os setores produtivo e financeiro. O nível de financiamento interno é dado pela taxa de lucro dos ativos investidos na atividade produtiva ou pelas rendas e ganhos especulativos obtidos no mercado financeiro. Já a disponibilidade de financiamento externo refere-se ao crédito disponível no sistema bancário e no nível de interesse de outros investidores na aquisição dos ativos próprios negociados no mercado financeiro.

De forma específica, o financiamento externo relaciona-se com o nível de investimento por meio de duas vias. Conforme expõe Minsky (1993, p. 3), “[...] *there are two interfaces between finance and the investment process. Financial markets enter into the determination of the price level of capital assets and the determination of the desired leveraging ratios for investments and the holding of capital*”¹. Dessa forma, o mercado financeiro tangencia-se com os ativos de capital por uma via direta, determinando seu preço, e por uma via indireta, determinando o seu nível de alavancagem. A segunda via é indireta, pois o grau de alavancagem depende também da relação existente entre a disponibilidade de fundos para a aquisição de novos ativos e a necessidade de aportes para a manutenção dos ativos existentes. Com efeito, o ciclo econômico transita do período de expansão para o período de declínio da atividade econômica, quando os investimentos necessários para a manutenção dos ativos já existentes superam o retorno esperado por estes próprios ativos e superam também o nível de crédito disponível pelo sistema financeiro (MINSKY, 1993).

Pode-se concluir, então, que o sistema financeiro está diretamente ligado com o nível da produção real. Devido a essa ligação, uma crise financeira possui um reflexo direto no setor real, pois modifica o nível dos preços dos ativos de capital e o grau de investimento necessário para a sua manutenção. O cerne da questão é o fato de que o sistema financeiro moderno é altamente volátil e apresenta, frequentemente, comportamentos caóticos que podem ser generalizados. Quando tais comportamentos são transferidos para a economia real, consolidam-se, na maioria das vezes, em crises econômicas.

Para realizar as ligações entre o mercado financeiro e o mercado real na economia, o comportamento dos agentes ao longo dos ciclos econômicos foi caracterizado por Minsky de acordo com os fluxos de caixa de cada projeto de investimento. Essa sistematização consolida a teoria da formação de Unidades Financeiras (MINSKY, 1995), explicada na sub-seção 2.

¹ Há duas vias de ligação entre as finanças e o processo de investimento. Os mercados financeiros entram na determinação do nível de preço dos ativos de capital e na determinação das taxas de alavancagem para os investimentos e para a manutenção do capital (**tradução nossa**).

2.2 Unidades financeiras nos ciclos econômicos

Ao longo dos ciclos econômicos, podem ser identificados períodos de crescimento com estabilidade e períodos de declínio da atividade econômica. Os períodos de crescimento são acompanhados de acréscimos na quantidade de crédito disponibilizado pelo sistema financeiro e, conseqüentemente, de um maior nível de investimento. Entretanto, nos períodos de queda da atividade econômica, parte desse crédito pode não ser liquidada, devido às quedas no faturamento dos investidores. Essa inadimplência forma um padrão circular que permeia as crises, visto que esse não pagamento pode ser uma das causas da instabilidade financeira e também uma de suas formas de retroalimentação (MINSKY, 1995).

A maior disponibilidade de crédito no mercado é gerada, durante os longos períodos de estabilidade financeira, por uma mudança nos níveis de aversão ao risco dos bancos. Com efeito, há uma flexibilização dos critérios utilizados para selecionar os tomadores de financiamentos. É importante salientar que essa mudança no nível de aversão ao risco não é dada, diretamente, por uma mudança na relação individual de risco e/ou retorno das instituições financeiras e, sim, por um otimismo gerado pelo cenário econômico promissor instalado (MINSKY, 1995). Nesse caso, o termo otimismo caracteriza uma melhora nas expectativas de possibilidade de pagamento dos clientes, dado o crescente nível de atividade econômica vigente durante a ascensão do ciclo econômico.

Ainda no contexto de expansão do ciclo econômico, há uma ampliação das aplicações realizadas pelos investidores, tornando necessárias quantidades cada vez maiores de crédito e, na maioria das vezes, de um tempo maior de amortização. Os novos investimentos vão, ao longo do tempo, se tornando mais arriscados, porém, esse risco parece não ser percebido devido às expectativas de crescimento da economia (MINSKY, 1995).

Os agentes analisam as carteiras de investimentos a partir da relação retorno/liquidez, em que a liquidez expressa o grau de segurança que o ativo possui, dada sua possibilidade de conversão em moeda corrente. Nessa estrutura, o valor de mercado de cada ativo é dado por: $a + q - c + l$, sendo: a = valor de face; q = rendimento; c = custo de carregamento; l = prêmio pela liquidez. Assim, os agentes possuem uma preferência, em períodos de otimismo, por ativos com menor liquidez e maior rendimento, refletindo maiores possibilidades de ganhos e a baixa necessidade de segurança contra quedas no retorno. Já em períodos de incerteza, há uma preferência por ativos com maior liquidez e, conseqüentemente, menor rendimento (KEYNES, 1987).

Outra medida utilizada pelas instituições financeiras para aumentar o seu grau de concessão de crédito no período de ascensão do ciclo econômico é a introdução de mecanismos que visam induzir os agentes a obter os ativos ofertados. Notoriamente, a implantação de inovações financeiras cumpre esse papel, uma vez que aumenta a possibilidade de captação dos bancos e também as possibilidades de investimentos dentro das carteiras dos investidores (MINSKY, 1986).

A expansão do nível de crédito torna-se insustentável quando o ciclo de crescimento da economia chega a seu limite. Nesse momento, a estagnação dos rendimentos dos investidores torna-os incapazes de manter os pagamentos necessários para a amortização dos empréstimos tomados. Para reestabilizar os fluxos de pagamento, os tomadores de crédito mudam da posição de compradores de ativos para a de vendedores, na esperança de liquidar as dívidas tomadas no passado. Um movimento generalizado desse tipo é capaz de transformar o período de estabilidade em um período de turbulência e queda do nível da atividade econômica (MINSKY, 1995).

Para explicar o comportamento dos agentes ao longo do ciclo econômico, Minsky (1995, p. 6) faz o seguinte apontamento:

The argument will be in terms of an economic unit, which could be a firm, household, financial institution, or government unit. It is useful to divide the cash-flows-to-payment commitment relation of economic units into three classes – namely, hedge, speculative and Ponzi financing units.²

Nas unidades *hedge*, os rendimentos esperados no fluxo de caixa dos investimentos são suficientes para cobrir, ao longo do tempo, a amortização do crédito tomado. Nesse tipo de estrutura financeira, o fluxo de caixa esperado determina que, se o nível de atividade econômica no período de obtenção do crédito continuar constante, não há possibilidade do não cumprimento dos débitos da instituição (MINSKY, 1995).

Já nas unidades *especulativas*, o fluxo de caixa possui rendimentos esperados que não são suficientes para cobrir as amortizações do crédito tomado, caso o nível de atividade permaneça constante. Esse tipo de estrutura toma como base a expectativa de que os custos de manutenção dos financiamentos não devem aumentar e de que o nível de atividade permanecerá ascendente para que, no futuro, os fluxos possam ser quitados devido ao aumento da atividade econômica. Nesse tipo de unidade, muitas vezes, torna-se necessária a obtenção de novos financiamentos para quitação das pendências antigas (MINSKY, 1995).

Nas unidades do tipo *Ponzi*, as expectativas de fluxos não são suficientes para, sequer, quitar os juros presentes nas amortizações dos créditos tomados. Nesse tipo de unidade, os tomadores de crédito tomam uma postura altamente especulativa e necessitam, sob qualquer circunstância, obter novos empréstimos ou renegociar as dívidas antigas para não entrarem em processo de falência (MINSKY, 1995).

Essa definição possui ligação direta com a Hipótese da Instabilidade Financeira, visto que a crescente assunção de riscos dos agentes financeiros faz com que as unidades *especulativa* e *Ponzi* passem a dominar o sistema econômico em detrimento das unidades *hedge*. Outro fato importante é que com a progressão do período de ascensão para o período de estagnação do ciclo econômico, unidades que possuíam, inicialmente, características *hedge*, podem se transformar em unidades *especulativas* ou *Ponzi*, devido a mudanças nas relações internas de manutenção de ativos e quitação de débitos.

Para explicar a formação do contexto econômico propício ao surgimento das condições necessárias à consolidação da Hipótese da Instabilidade Financeira, a seção 3 expõe alguns fatos que explicam a realidade econômica no período iniciado em 1979 até o período pré-crise de 2007; muitas das quais ainda presentes na economia atual.

3 Formação do sistema econômico no período 1979-2007

Essa seção aborda a formação das condições econômicas necessárias à ocorrência da crise *subprime*, explicando-as, sobretudo, a partir de Mollo (2008) e Scherer e Souza (2010). Faz-se uma explanação do contexto econômico global instaurado a partir dos anos 80 até o período pré-crise de 2007, bem como das características das instituições e dos agentes econômicos envolvidos, buscando, finalmente, identificar os supostos da teoria minskiana no sistema exposto.

² O argumento será em termos de uma unidade econômica, que pode ser uma firma, uma família, uma instituição financeira ou uma unidade governamental. Será útil para dividir o compromisso em relação ao fluxo de caixa de unidades econômicas em três classes — nomeadas unidades financeiras *hedge*, especulativa e Ponzi (**tradução nossa**).

A crise financeira de 2007, que ficou conhecida como crise *subprime*, pode ser analisada como uma instabilidade econômica gerada por um sistema de produção capitalista baseado no capital financeiro (SCHERER; SOUZA, 2010). Desde o fim do ano de 1979 até os dias atuais, a economia mundial tem sofrido transformações que modificam a sua estrutura de operação e acumulação, incorporando, de forma crescente e sistemática, os imperativos da esfera financeira. Nesse cenário, o volume crescente de ativos negociados no setor financeiro caracteriza uma situação na qual o capital financeiro é hegemônico na economia. Conforme Scherer e Souza (2010, p. 230), “[...] a hegemonia financeira do capital transforma todos os ativos em ativos financeiros. Instaura, assim, a partir dessa metamorfose, uma tendência à especulação como a lei maior do atual sistema econômico”.

O mercado financeiro consolida a valorização autônoma dos ativos, ampliando o mercado e descolando a economia financeira da economia real. O termo descolamento, nesse caso, descreve a situação na qual o mercado financeiro é capaz de obter ganhos e ampliar-se por conta de suas transações internas, sem que haja uma ligação direta com as restrições do mercado real. De acordo com Mollo (2008, p. 8), “[...] a configuração atual do mundo globalizado mostra tal descolamento, com o predomínio das finanças, que se convencionou chamar de *financeirização das economias*”. É possível identificar, nesse ponto, uma ligação direta da realidade com os postulados descritos por Minsky (1993) na HIF. O descolamento da economia financeira caracteriza a formação de estruturas complexas e sofisticadas de operação econômica e evidencia também a formação de dois índices de preços distintos, sendo eles: o índice de preços da produção corrente e o índice de preços dos ativos de capital.

Para que as finanças possam se expandir acima da produção real, é necessária uma condição característica dos mercados financeiros. Nesses mercados, o sistema de preços não opera como nos mercados tradicionais de compra e venda, nos quais um aumento de preço configura um estímulo à oferta, mas, justo o oposto, um aumento de preço passa a configurar um estímulo à demanda (SCHERER; SOUZA, 2010). Dessa forma, instala-se a ideia de que, se o preço dos ativos está subindo, esses preços tendem a assim continuar, gerando um movimento generalizado de compra, devido à expectativa de venda futura a valores superiores aos atuais. Porém, esse movimento é, em realidade, o responsável pelo aumento dos preços dos ativos, pois o aumento na demanda não é acompanhado de acréscimo na oferta, gerando um incremento nos preços. Esse mecanismo de expansão do mercado financeiro está presente na HIF (MINSKY, 1993; 1995) e caracteriza a diminuição do risco percebido pelos agentes durante a fase de otimismo do ciclo econômico. Outra consequência é também o aumento da concessão de crédito pelas instituições financeiras e a diminuição, em relação a outros períodos, da margem de segurança dos investimentos.

A compreensão de como a economia obtém o seu funcionamento baseado no capital financeiro permite a este descolar-se do setor real e ainda crescer como um mercado próprio e implica que seja traçada a evolução dos processos que permearam a financeirização da economia. Esses processos iniciaram-se na década de 70, com a desvinculação, por parte dos Estados Unidos, do papel-moeda de seu lastro, o ouro. Esse processo permitiu a ascensão da moeda financeira, tendo a sua plenitude garantida no final da década de 70 e início de 80. Essa moeda, não lastreada a uma mercadoria e garantida pelo Estado, permitiu que o capital pudesse valorizar-se na dinâmica instaurada pelas finanças (SCHERER; SOUZA, 2010). O aumento da quantidade de moeda criada a partir da desvinculação do padrão dólar-ouro pode ser aferido pela comparação da quantidade de dólares necessários para comprar uma onça de ouro desde o início dos anos 70 até o período atual. No começo dos anos 70, o ouro valia 40 dólares a onça, já, no final da década de 70, o valor do ouro oscilou para quase 1000 dólares a onça. No final da

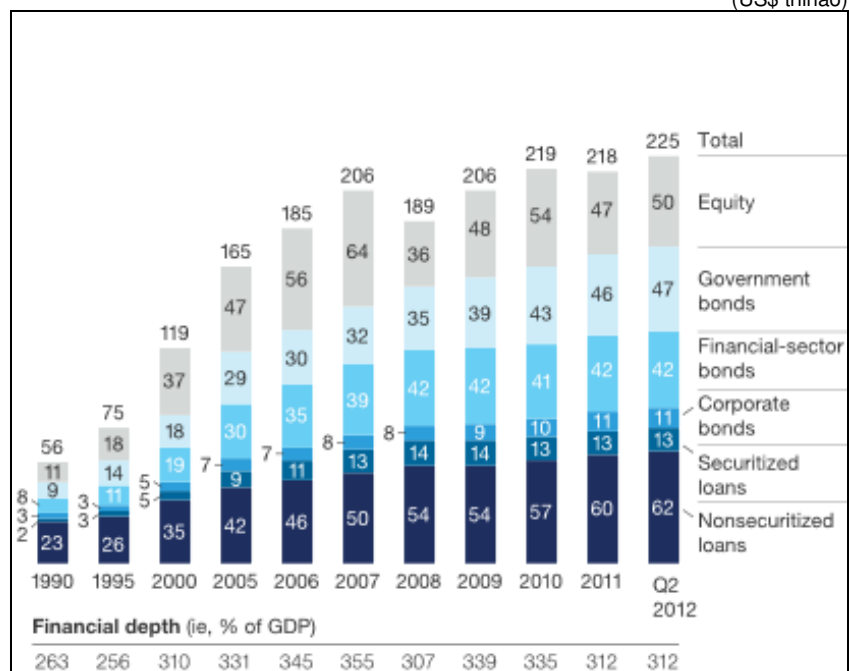
década de 80, o ouro valia 450 dólares a onça, e, no final da década de 90, valia 283 dólares a onça (KINDLEBERGER; ALIBER, 2009).

Em uma economia na qual predomina a dominância financeira, a concorrência pressiona os agentes para a busca de lucros rápidos, que são potencializados pelos incrementos especulativos no valor dos ativos, no mercado financeiro. Essa concorrência estimula as operações de curto prazo — dominantes no mercado financeiro — em desfavor dos investimentos de médio e longo prazo, comuns da atividade produtiva e que trazem consigo benefícios estruturais à economia (MOLLO, 2008).

Em um ambiente de incerteza, o setor financeiro da economia precisa dispor de artifícios que garantam aos agentes o pagamento dos valores dos ativos. Sob essa premissa, o ambiente pós anos 80 apresentou, de forma crescente, a criação e a evolução de instrumentos e instituições, os quais garantiam aos investidores a execução de suas operações em níveis de risco aceitáveis (SCHERER; SOUZA, 2010). A partir da desregulação do sistema financeiro norte-americano, ainda na década de 80, foi criado um ambiente que possibilitou o surgimento de inovações financeiras e de instituições operantes no mercado financeiro, surgindo, assim, os mais variados produtos e operações puramente financeiras. Essas inovações foram capazes de multiplicar as dívidas, elevando a massa de ativos financeiros em relação aos produtivos. Essa relação, que partiu de pouco mais de um ativo financeiro para cada ativo produtivo no início dos anos 80, cresceu para o nível de mais de três ativos financeiros para cada ativo de produção real em 2006 (MOLLO, 2008). A Figura 1 explicita, na parte superior, a quantidade de ativos financeiros circulantes, em trilhões de dólares e, na parte inferior, a sua porcentagem em relação ao PIB mundial.

Figura 1

Ativos financeiros no mercado mundial e proporção de ativos financeiros em relação ao PIB mundial — anos selecionados (US\$ trilhão)



FONTE: McKinsey Global Institute analysis (2014).

NOTA: Valores obtidos ao fim de cada ano de uma amostra de 183 países, baseado em valores constantes de 2011.

Conforme exposto por Minsky (1986), as inovações financeiras são utilizadas pelos bancos e instituições financeiras como formas de indução à venda de ativos e resultam na ampliação das possibilidades de investimentos. Dois tipos de ativos, criados sob a égide da inovação financeira, tiveram papel fundamental na criação do ambiente necessário à execução da dominância do capital financeiro: a **securitização** e os **derivativos**. A **securitização** consiste na possibilidade de transformar uma dívida em um título negociável no mercado financeiro. Os **derivativos** configuram a possibilidade de realizar uma operação futura no presente, a partir do valor derivado do preço de outro ativo (SCHERER; SOUZA, 2010).

Ainda utilizando os conceitos de Scherer e Souza (2010, p. 239):

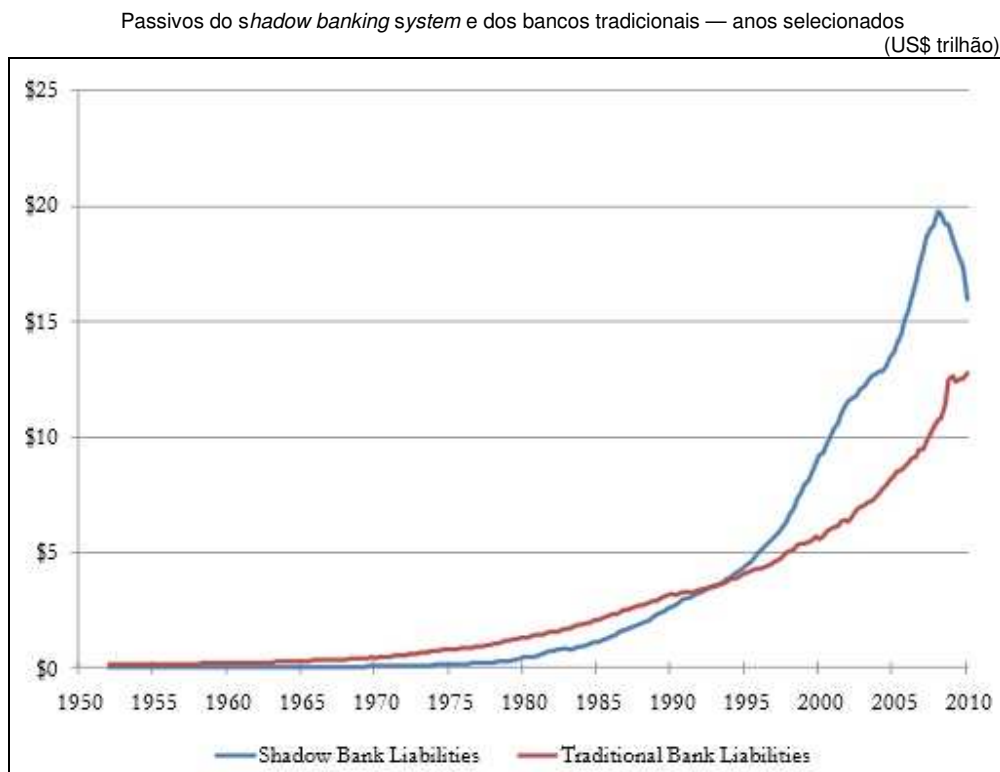
A securitização permite a pulverização dos riscos de uma aplicação entre uma grande quantidade de aplicadores, notadamente de investidores institucionais. Ao mesmo tempo, força os captadores de poupança a aceitarem as orientações estratégicas do capital financeiro. [...] Os derivativos constituem-se em instrumentos de dupla face por excelência: ao mesmo tempo em que permitem uma redução do risco para aqueles que necessitam comprar proteção contra a volatilidade excessiva dos preços em um mercado liberalizado, permitem uma aposta especulativa de parte dos vendedores de proteção em relação aos preços dos ativos financeiros.

Esses ativos, aqui citados, configuram um duplo papel no sistema econômico: dão garantias aos agentes frente ao risco das operações e interligam os diferentes mercados e agentes, aumentando a possibilidade de risco sistêmico.

Além das instituições bancárias tradicionais, o ambiente de desregulação econômica permitiu o surgimento de instituições que operam com ativos financeiros, mas não são regradas conforme os bancos de captação de poupança e distribuição de crédito. Essas instituições, denominadas bancos de investimento, ou *shadow banking system*, tiveram uma participação crescente no montante de capital circulante no sistema financeiro. A Figura 2 mostra o valor total dos passivos do setor bancário tradicional e do *shadow banking system*. Seu funcionamento teve um papel decisivo na financeirização das economias, pois esses bancos operam criando e negociando títulos públicos e privados, intermediando a negociação entre os agentes do mercado financeiro e criando novos produtos financeiros. Sendo assim, esse sistema serve como intermediário para a negociação e a distribuição dos riscos dos ativos financeiros, contribuindo para potencializar o volume transacionado no setor financeiro e, conseqüentemente, acentuando o descolamento da economia financeira do setor real (SCHERER; SOUZA, 2010).

Em uma economia dominada por instituições financeiras não reguladas e operando com produtos financeiros capazes de espalhar os riscos dos investimentos a vários agentes, há uma restrição na capacidade dos investidores em analisar o grau de risco dos investimentos. Contudo essa avaliação foi transferida para as *agências de classificação de risco*. Essas agências adotam técnicas de análise estatística com base nos movimentos passados das instituições analisadas e, com isso, geram uma nota de classificação dos ativos disponibilizados por cada banco. Como a economia norte-americana vinha de um período de certa estabilidade, muitas instituições que negociavam ativos com um elevado grau real de risco, recebiam, até o período de início da crise, notas elevadas. Essa classificação denotava um risco potencial dos investimentos muito inferior ao risco real, visto que muitos ativos estavam lastreados a empréstimos *subprime*, com alto risco de inadimplência (PAULSON, 2010). Esse tipo de classificação exógena dos ativos, que toma como base o histórico de cada instituição, pode ser visto como a cristalização da proposta de Minsky (1995), na qual a relação de risco/retorno dos investimentos é modificada devido às expectativas em relação aos movimentos futuros da economia. Essas expectativas futuras são norteadas pelo direcionamento apresentado pela economia no presente em relação ao passado, podendo denunciar um período de crescimento, estagnação ou declínio do ciclo econômico.

Figura 2



FORNTE: Flow of Funds Accounts of the United States as of 2010:Q1 (FRB) and FRBNY *upud* POZSAR (2010).

Além dos investidores individuais, que operam no mercado financeiro com aportes próprios de capital, o ambiente estudado demonstra uma crescente participação de **investidores institucionais**, que são agentes que operam com grandes quantidades de capital, oriundos de fundos de investimentos. Por constituírem uma parcela significativa do volume de transações financeiras, grande parte das oscilações dos preços dos ativos inicia-se após a tomada de decisões desses investidores. Dado o seu poder de influência sobre os movimentos dos mercados financeiros, os investidores institucionais podem ser definidos como agentes dominantes do sistema financeiro atual. Esses investidores tiveram papel fundamental na transição do ambiente de predominância das finanças bancárias tradicionais para o ambiente de predominância das finanças de mercado (SCHERER; SOUZA, 2010).

A tomada de decisão dos investidores, sobretudo os institucionais, passa a impactar na economia real, quando, devido à necessidade de captação de recursos e de crédito por parte das instituições atuantes no setor real, essas empresas são colocadas em concorrência no mercado financeiro, transformando-se em possibilidades de investimento. Essa forma de acesso aos recursos faz com que as decisões estratégicas dos agentes do setor real tendam a ser norteadas de acordo com os interesses dos investidores do setor financeiro. Dessa forma, o instrumento que une o capital financeiro e o capital produtivo chama-se, convencionalmente, **governança corporativa** (SCHERER; SOUZA, 2010). Essa união permite que, devido à ligação dos agentes do setor financeiro com os demais setores da economia, os seus interesses passem a ser dominantes na esfera econômica. Esse meio de ligação entre o mercado financeiro e o mercado real está delimitado em Minsky (1993), o qual expõe que o capital financeiro se

relaciona com o capital real ao definir o seu valor de mercado e o seu grau de alavancagem, ou seja, a sua velocidade de crescimento.

4 Considerações finais

Conforme exposto, os fundamentos da Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky podem ser amplamente identificados no sistema econômico consolidado, no período pós-1980 até os dias atuais. Esse cenário econômico foi marcado por sucessivas crises, com destaque para a de 2007. A crise do *subprime* pode ser considerada a confirmação dos supostos de Minsky, sobretudo da tendência a crises endógenas em um capitalismo com livre fluxo de capitais.

De forma cada vez mais acentuada, os investidores negociam ativos que, devido aos instrumentos de garantia, interligam diferentes mercados no sistema econômico. Esse modelo de investimento é baseado na confiança que os investidores e as instituições têm na garantia do pagamento do valor de face e dos rendimentos dos ativos financeiros. Esse nível de confiabilidade é dado aos investidores de acordo com uma nota exógena atribuída a cada instituição, gerando a possibilidade de grandes distorções das condições reais de risco das operações. Já a garantia do pagamento dos créditos disponibilizados ao mercado é dada às instituições financeiras, independentemente da solvência dos tomadores de crédito, pela emissão de títulos de securitização. Com isso, o risco de não pagamento das dívidas é distribuído ao mercado. Por fim, a possibilidade de negociação desses títulos no mercado secundário acentua o grau de interligação dos mercados e afeta a noção do risco real dos ativos. Essa confiança em garantias que não expressavam as condições reais do sistema possibilitou a criação do cenário pré-crise de 2007.

Desse modo, a liberdade nas transações do mercado financeiro gerou uma economia financeirizada que possibilitou, dentre outras, a realização de operações puramente financeiras envolvendo grandes quantidades de capital. Esse capital, aqui citado, recebe a alcunha de capital financeiro, visto que não tem a sua valorização conjugada com o setor real.

Referências

KEYNES, J. M. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. **Collected Writings**, vol. II. London: Macmillan, 1987.

KINDLEBERGER, Charles P.; ALIBER, Robert Z. **Da euforia ao pânico**: uma história das crises financeiras. Apresentação de Mailson da Nóbrega; tradução e adaptação técnica de Leonardo Abramowicz. São Paulo: Gente, 2009.

MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE. Disponível em: <<http://www.mckinsey.com/insights/mgi>>. Acessado em: 12 de março de 2014.

MINSKY, Hyman P. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

MINSKY, Hyman P. **Financial Integration and National Economic Policy**. Hyman P. Minsky Archive. Paper 41, 1993.

MINSKY, Hyman P. **Financial Factors in the Economics of Capitalism**. Hyman P. Minsky Archive. Paper 64, 1995.

MOLLO, M. L. R. Crise e Deflação de Ativos: por quê? In: Associação Keynesiana Brasileira. (Org.). **Dossiê da Crise**. Curitiba: FIEP, 2008.

PAULSON, Henry M. **À beira do abismo financeiro**: a corrida para salvar a economia global do colapso. Tradução de Afonso Celso da Cunha Costa. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SCHERER, A. L. F.; SOUZA, E. C. Período 1979-2009: ascensão e queda do capital financeiro. In: CONCEIÇÃO, Octavio A. C.; GRANDO, Marinês Z.; TERUCHKIN, Sônia U.; FARIA, Luiz Augusto E. (Org.). **Três décadas de economia gaúcha**. Porto Alegre: FEE, v. 1, p. 219-251, 2010.

POZSAR, Z.; ADRIAN, T.; ASHCRAFT, A.; BOESKY, H. **Shadow Banking**. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n. 458, jul. 2010.