

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**O QUE PROVOCOU O “MOMENTO MINSKY” NA
CRISE DE 2008?**

MATHEUS DE OLIVEIRA SOARES

matrícula nº: 114180712

ORIENTADOR: Prof. Antonio Luis Licha

JULHO 2019

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**O QUE PROVOCOU O “MOMENTO MINSKY” NA
CRISE DE 2008?**

MATHEUS DE OLIVEIRA SOARES

matrícula n°: 114180172

ORIENTADOR: Prof^a.Antonio Luis Licha

JULHO 2019

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor.

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha vó, Serafina, por ter me dado a oportunidade de aproveitar melhor o tempo ao longo dos últimos anos, além poder realizar as atividades que adicionaram experiência e conhecimento ao longo de toda a graduação. Me acolheu e me fez companhia nos últimos anos, estando sempre presente no meu dia a dia e sempre estará presente em meus pensamentos. Aos meus pais, Isabel e Paulo, por terem me apoiado em minha decisão de seguir a carreira que escolhi, sendo responsáveis por prover as ferramentas necessárias para as conquistas ao longo de todos esses anos. Ao meu irmão, Caio, pelo companheirismo e irmandade na vida. Todas as pessoas que passaram por minha vida nos últimos anos foram responsáveis pela pessoa que sou hoje e não conseguiria atingir meus objetivos sem as experiências que elas me proporcionaram. Por fim, aos meus amigos de bairro, de empresa júnior e da faculdade, que passaram pelas felicidades e dramas proporcionados pela graduação.

RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar a crise de 2008 sob a ótica da teoria do economista Hyman Minsky. A metodologia utilizada para sua elaboração foi de revisão de literatura especializada e artigos de mídias nacionais e internacionais para elaborar uma resenha crítica a partir de outros trabalhos. A monografia está dividida em 2 capítulos além de uma introdução e uma conclusão. No primeiro capítulo há a apresentação da “Hipótese da Instabilidade Financeira”, uma análise do comportamento dos agentes ao longo do ciclo econômico e o conceito da expressão “Momento Minsky”. No segundo capítulo, o estudo de caso específico da crise de 2008, aplicando a teoria apresentada na *timeline* dos acontecimentos do período de crescimento da economia americana até estouro da bolha de ativos *subprime*. Conclui-se que a crise teve sua origem no mercado imobiliário americano através da desregulamentação do mercado financeiro associada à distribuição sistêmica de riscos relacionados à títulos *subprime*.

Palavras-chave: Hyman Minsky. Instabilidade. Momento Minsky. Crise *subprime*. Colapso.

ABSTRACT

The main goal of this work is to analyze the financial crisis of 2008 from the perspective of the economist Hyman Minsky's theory. The method used was a revision of specialized literature and national and international media articles to elaborate a critical review. This monography is divided into 2 chapters besides an introduction and a conclusion. At the first chapter, there is the presentation of the "Financial Instability Hypothesis", an analysis of agent behavior throughout the economic cycle and the concept of the expression "Minsky Moment". In the second chapter, there is the case study of the financial crisis of 2008, applying the previously presented theory in the timeline of the events during the period of economic expansion in United States until the subprime bubble burst. It is concluded that the crisis originated in the American real estate market because of the deregulation of the financial market associated with the systemic distribution of risks related to subprime securities.

Palavras-chave: Hyman Minsky. Instability. Minsky moment. Subprime crisis. Collapse.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	8
CAPÍTULO 1 - HIPÓTESE DE INSTABILIDADE FINANCEIRA E MOMENTO MINSKY - ESTABILIDADE EM DIREÇÃO À INSTABILIDADE	11
I.1 - HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA (HIF) EM UMA ECONOMIA CAPITALISTA....	11
I.2 - MUDANÇA DE COMPORTAMENTO DURANTE O CICLO ECONÔMICO	14
I.3 - “MOMENTO MINSKY” E AS FASES DO CICLO MISNKYNIANO	17

CAPÍTULO 2 –ESTABILIDADE EM DIREÇÃO À INSTABILIDADE: O MERCADO IMOBILIÁRIO AMERICANO	19
II.1 - ESTABILIDADE E CRESCIMENTO – O “BOOM” NO MERCADO IMOBILIÁRIO AMERICANO	
19	
II.2 - O INÍCIO DA INSTABILIDADE EM UM MERCADO AMERICANO APARENTEMENTE ESTÁVEL	
25	
II.3 - MOMENTO MINSKY NA CRISE SUBPRIME.....	29
CONCLUSÃO.....	34
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	37

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Taxa de Juros Americana de Dezembro de 2000 a Junho de 2004.....	20
Figura 2 - Evolução do Índice de Preços dos Imóveis nos EUA de 1997 a 2008.....	21
Figura 3 - Emissão Total de Novas Hipotecas e Participação das Hipotecas <i>Subprime</i> de 2001 a 2006.....	24
Figura 4 - Evolução do Percentual de Hipotecas <i>Suprime</i> Securitizadas de 2001 a 2006.....	25

Figura 5 - Taxa de Juros Americana de Junho 2004 a Junho 2006 26

Figura 6 - Variação dos Preços dos Imóveis e da Inadimplência e Execuções de Hipotecas do Segmento *Subprime* de 1998 A 2008..... 28

LISTA DE QUADROS

Tabela 1 - Perdas Anunciadas com a Crise do *Subprime* em Dezembro de 2008 (Em US\$ Bilhões)..... 33

INTRODUÇÃO

Hyman Philip Minsky (1919-1996) nasceu em *Illinois*, graduou-se em Ciências na Universidade de *Chicago*, obteve mestrado e doutorado em Administração Pública em *Harvard*, onde conviveu com Joseph Schumpeter, e lecionou na Universidade de *Brown*, na Califórnia, e na Universidade de *Washington*, em *SaintLouis*. Também lecionou no *Levy Economics Institute*, onde continuou escrevendo seus artigos ao longo da década de 1990 até se aposentar. Após a crise das hipotecas *subprime* em 2008, as teorias do autor sobre a instabilidade do sistema capitalista ganharam forças no cenário acadêmico para compreensão das causas e busca por soluções da maior crise americana desde a Grande Depressão de 1929.

A motivação inicial para desenvolver esta monografia foi o interesse pelo mercado financeiro e o impacto do comportamento de seus agentes na economia real, essencial para compreender o período de prosperidade que antecedeu a crise e, ainda mais importante, para analisá-la durante o período posterior à recessão. O objetivo é realizar uma análise da crise de 2008 após o ciclo econômico americano iniciado em 2000, onde a economia mundial apresenta um estágio de euforia e crescimento econômico baseado no mercado imobiliário até o estouro da bolha dos ativos *subprime*. O modelo de Minsky parecia antever de forma precisa o momento turbulento que seria vivido pelos Estados Unidos e, posteriormente, pelo mundo com a propagação da crise para outras economias desenvolvidas (SCHOSTAK, 2009). A metodologia utilizada para sua elaboração foi de revisão de literatura especializada e artigos de mídias nacionais e internacionais publicadas nos anos recentes ao acontecimento dos fatos descritos neste trabalho, com o objetivo de elaborar uma resenha crítica a partir de outros trabalhos.

A monografia está dividida em dois capítulos, além desta introdução e conclusão. O primeiro capítulo explicará a “Hipótese da Instabilidade Financeira” (HIF), desenvolvida

por Minsky quase 25 anos antes do estouro da bolha imobiliária, em 1982. Para o autor, há um movimento amplificado, tanto positivo quanto negativo, dos ciclos econômicos que caracterizam o capitalismo como um sistema instável (MINSKY, 1982). A mudança de comportamento dos agentes também será estudada neste capítulo, utilizando a base do estudo de Minsky: a observação do sistema capitalista sob a ótica de seus movimentos ao longo do tempo, constatando momentos de prosperidade e depressão que compõem o ciclo econômico em diversos períodos (SCHUMPETER, 1935). Ele já apresentava uma visão negativa em relação à *WallStreet*, onde o mercado encorajaria as instituições a tomar mais risco e geraria os movimentos de “boom” e, posterior, eclosão da crise devido a este comportamento (CASSIDY, 2008). Uma de suas mais célebres frases aponta que a “estabilidade é instável”, uma vez que quanto maior a duração do período de prosperidade, maior fragilidade o sistema irá apresentar e dará início à um período de depressão (SHOSTAK, 2009). Este capítulo também abordará o termo “Momento Minsky”, utilizado inicialmente para descrever a crise financeira na Rússia por um ex-diretor da PIMCO (*Pacific Investment Management Company*), sendo empregado novamente por inúmeros autores para descrever o período do estouro da crise imobiliária americana e seu posterior impacto na economia mundial (ORTEGA, 2015).

O segundo capítulo discorrerá sobre o ciclo econômico americano, abordando a política econômica adotada pelo *Fed* e a *timeline* dos acontecimentos até o estouro da bolha de ativos *subprime*. Em 2003, o ciclo americano se inicia com a decisão do *Fed*, sob o comando de Alan Greenspan, de reduzir das taxas de juros para um por cento. A prosperidade na economia americana se inicia em um cenário de baixo custo para tomar empréstimos, assim como baixas taxas hipotecárias, provocando um crescimento baseado na elevação do crédito na economia (BONATTO, 2009). No início do ciclo, as instituições apresentavam fundamentos sólidos porque os preços dos ativos são definidos de forma conservadora com uma baixa taxa de dívida líquida em relação à composição de seu balanço. A partir do crescimento econômico proporcionado ao longo deste período, a economia apresenta um comportamento expansionista com uma conduta eufórica dos agentes e há um aumento do financiamento de curto prazo de posições de longo prazo (BONATTO, 2009). A avaliação

positiva das posições que geraram resultados positivos faz com que as instituições financeiras aumentem seu nível de endividamento para aproveitar o “boom” do mercado e gerar maiores lucros (BONATTO, 2009).

Em 2008, o estabelecimento de um sistema financeiro moderno complexo após diversas inovações por parte das instituições financeiras, permitiram a supervalorização dos ativos do mercado imobiliário americano e provocou o fim do ciclo de crescimento econômico com a crise do *subprime* (BONATTO, 2009). Os ativos *subprime* consistem em uma inovação financeira gerada pelas instituições a partir de um entusiasmo em assumir novos riscos para aproveitar o período de euforia (BONATTO, 2009). A propagação das inovações financeiras permite a sustentação do investimento e do preço dos ativos por tempo determinado a partir de posições mais arriscadas e especulativas dos agentes. Este comportamento provoca um rápido aumento do crédito, que por sua vez eleva os preços dos ativos até o momento em que o pânico se instaura e as vendas aumentam, provocando um congelamento do crédito que gera insolvência em massa até atingir o período de recessão (BONATTO, 2009). Vale ressaltar que o termo “recessão” é definido a partir de dois trimestres com resultados negativos de crescimento econômico.

Na conclusão, o argumento de Minsky é ressaltado quanto a característica do capitalismo de ser inerentemente instável, havendo uma tendência ao desenvolvimento de instabilidades que provocariam a crise econômica ao fim de cada ciclo (MINSKY, 1992). Não seria necessária a existência de choques externos à economia para que houvesse uma recessão, pois, este mecanismo lideraria a economia para um cenário de acumulação de dívida e, posteriormente, crise (SHOSTAK, 2009). Ela pode ser interpretada como um problema conjuntural gerado a partir das transformações dos mercados financeiros das economias desenvolvidas, principalmente nos Estados Unidos, que atingiu instituições em todo o mundo. Uma vez que as expectativas dos agentes econômicos sofreram alterações ao longo das fases do ciclo econômico, a estrutura financeira da economia capitalista se tornou mais frágil ao longo do tempo até a eclosão da crise de 2008 (MINSKY, 1986).

CAPÍTULO 1 - HIPÓTESE DE INSTABILIDADE FINANCEIRA E MOMENTO MINSKY - ESTABILIDADE EM DIREÇÃO À INSTABILIDADE

0.1 - Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) em uma Economia Capitalista

A Hipótese de Instabilidade Financeira de Hyman Minsky argumenta que há um desequilíbrio no sistema capitalista, provocando uma instabilidade do sistema econômico em hegemonia na economia mundial (MINSKY, 1992). Ao realizar observações empíricas, é possível argumentar que o capitalismo apresenta períodos de variações elevadas de preço (positivas e negativas) de seus ativos de capital que tem o potencial de sair do controle e gerar recessões, que compõem a volatilidade do sistema e é responsável pela dinâmica das economias capitalistas (MINSKY, 1992).

Há alteração de expectativa dos agentes econômicos conforme este movimento é apresentado (MINSKY 1982) e a alteração dos interesses destes agentes modificam as decisões tomadas por eles ao longo do tempo (GZVITAUSKI, 2015). Analisando as crises históricas, principalmente 1929 e 2008, a intervenção governamental tenta, sem sucesso, evitar a propagação de recessões geradas pela excessiva queda de preços dos ativos (MINSKY, 1992). Devido à mudança de comportamento, ocorre um fenômeno de amplificação da oscilação de preços, leia-se: inflação alimenta maiores elevações e deflações geram maiores quedas nos preços, uma vez que os agentes realizam o ajuste de suas análises (MINSKY, 1982).

Minsky caracteriza a economia capitalista como um sistema formado por ativos de capital com preços que apresentam elevação ao longo do tempo (MINSKY, 1992). Em um sofisticado e complexo sistema financeiro, as economias capitalistas modernas irão alternar períodos estáveis e instáveis de maneira cíclica (GZVITAUSKI, 2015). O processo de financiamento destes ativos é estruturado a partir de pagamentos programados de parcelas (“juros”), onde as instituições bancárias possuem a responsabilidade de exercer o papel central (MINSKY, 1992). O fluxo do dinheiro neste processo é: os indivíduos depositam os

dinheiros nos bancos, que utilizam parte deste montante para realizar empréstimos a outros indivíduos (MINSKY, 1992). Esta operação, por sua vez, renderá o pagamento de valores aos bancos (“juros”), valorizando os ativos do banco com a perspectiva de realização de lucros. Vale ressaltar que a negociação do empréstimo passa por um processo de securitização, que por sua vez, também pode ser negociado à investidores através de outras instituições financeiras (MINSKY, 1992).¹

A expectativa da realização destes pagamentos determina o montante de contratos de financiamentos realizados dentro da economia, assim como seus preços de mercado (MINSKY, 1992). A premissa principal para este pensamento é a consideração dos bancos como uma instituição que busca somente o lucro através da operação de financiamento (MINSKY, 1992). Uma vez que estes pagamentos são realizados, os preços dos ativos permanecem estáveis e/ou apresentam elevações ao longo do tempo em negociações posteriores – caso contrário, os preços caem devido à não realização do contrato (MINSKY, 1992). Os investimentos atuais acontecem porque os empresários e banqueiros tem a expectativa de receber seus respectivos pagamentos, em forma de lucro, no futuro (MINSKY, 1992):

“Na base de todos os contratos financeiros está uma troca de certeza por incerteza [...] Em particular, espera-se que qualquer conjunto de ativos de capital adquirido por uma firma renda um fluxo de dinheiro ao longo do tempo, cuja soma exceda, com alguma margem, o dinheiro pago pelo ativo de capital” (GZVITAUSKI, 2015, apud MINSKY, 1992).

¹ nota-se a complexidade em uma simples operação de empréstimo bancário, podendo ser adicionada uma série de agentes intermediários entre aqueles que são responsáveis pela gestão da riqueza da sociedade e aqueles que operam os montantes gerados a partir desta riqueza (MINSKY, 1992).

Segundo Minsky, a economia capitalista apresenta um sistema que está em constante busca por equilíbrio e o capitalismo é instável, apresentando períodos de estabilidade enquanto apresenta menor vulnerabilidade às inovações (MINSKY, 1982). O autor considera os banqueiros (agente representativo das instituições bancárias) como operadores do passivo dos outros agentes em uma economia, argumentando que eles inovam para realizar as operações de compra/venda de forma mais lucrativa (MINSKY, 1992). Assim, o período de tranquilidade da economia é desestabilizador (GZVITAUSKI, 2015), uma vez que os agentes se comportam de maneira cada vez mais arriscada e inovadora (MINSKY, 1982):

“[...] A busca da realização de interesses próprios pelas diversas unidades (operacionais e financeiras) que constituem uma economia capitalista leva, ao longo do tempo, à emergência de condições propícias ao comportamento turbulento e caótico da economia mesmo partindo-se de situações que previamente tenham favorecido uma trajetória estável.” (GZVITAUSKI, 2015, apud MINSKY, 1994)

Portanto, a Hipótese de Instabilidade Financeira aborda uma teoria sobre o impacto das dívidas no sistema financeiro, analisando o comportamento e o processo de endividamento dos agentes (MINSKY, 1992). Ela torna-se válida em uma economia moderna com elevado nível financeiro e financiamentos de longo prazo, uma vez que a estratégia adotada pelos agentes na gestão dos seus respectivos portfólios irá determinar a instabilidade do sistema através das escolhas de financiamento (MINSKY, 1982). A HIF apresenta dois teoremas principais: (i) a economia apresenta regimes de financiamento estáveis e instáveis e (ii) em períodos de prosperidade prolongada, há a transição de uma economia que apresenta relações financeiras estáveis para um sistema composto de relações financeiras instáveis (MINSKY, 1992).

0.2 - Mudança de Comportamento Durante o Ciclo Econômico

A teoria de ciclo econômico de Schumpeter apresenta, em seu modelo primário, a presença de duas fases. A primeira é a fase de prosperidade, movimento de crescimento e estabilidade econômica em que a economia se distancia do equilíbrio (SCHUMPTER, 1927). Ao longo desta fase, os agentes possuem expectativas otimistas com um comportamento inclinado a aumentar seu endividamento (por parte dos investidores) e a oferecer maiores financiamentos (por parte dos credores) (GZVITAUSKI, 2015). Essa mudança de comportamento estará associada à criação de inovações financeiras que irão levar o sistema cada mais perto da próxima fase do ciclo.

A segunda fase é a recessão, considerado o momento da busca de um novo equilíbrio (SCHUMPTER, 1927). Este período apresentará queda nos níveis de renda, emprego e produção industrial, representando uma queda na atividade econômica durante pelo menos 6 meses (CHOKSHI, 2018). Os níveis de investimento ao longo deste período também irão apresentar taxas negativas, exceto se houver alguma intervenção governamental para suprir a queda do investimento privado.

A presença de um cenário estável na economia faz com que os agentes privados diminuam cada vez mais as margens e análises de segurança nas operações realizadas no mercado, demonstrando complacência e uma maior exposição a posições mais agressivas (PINHEIRO, 2009). Como apontado por Fernando Cardim de Carvalho, professor emérito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, há uma alavancagem maior dos investimentos e “uma dimensão central dessa complacência é a disposição de se expor ao risco dos juros, fazendo dívidas de curto prazo para a aplicação em ativos de longo prazo, com ganhos nos ‘*spreads*’ da curva de rendimentos” (PINHEIRO, 2009). Para Minsky, a decisão de investimento é tomada com o planejamento de como será apresentada a estrutura de passivos da instituição financeira associada à análise de como será o fluxo de caixa no presente e no futuro (GZVITAUSKI, 2015).

Segundo o modelo de Minsky, o ciclo econômico é composto por cinco fases, sendo elas: “desordenamento”, “boom”, “euforia”, “lucro” e “pânico” (MINSKY, 1982). O “desordenamento” é observado quando a atenção dos investidores é voltada para uma inovação ou há algum otimismo com uma mudança de política econômica (BONATTO, 2009) – esta última representando o impacto de um fator externo, que não estará presente de forma unânime nos ciclos econômicos. Neste período, há uma predominância de posições “*hedge*” na estrutura dos agentes privados, estrutura caracterizada pela capacidade dos agentes de cumprir com as obrigações de pagamento com seu fluxo de caixa presente (MINSKY, 1992). É um estágio seguro devido à atuação dos agentes com os rendimentos esperados superiores a obrigações de dívidas assumidas, equacionando o financiamento a todo momento (GZVITAUSKI, 2015). Se esta posição for predominante, a economia pode estar em um estágio de equilíbrio com um sistema controlado (MINSKY, 1992) e há maiores margens de segurança nas operações (MINSKY, 1982).

O “boom” se desenvolve quando há o início de um comportamento especulativo e é possível perceber a mudança de comportamento na estrutura de passivo dos agentes (MINSKY, 1982). A posição chamada “*speculative*” é composta por estruturas onde a estratégia de refinanciamentos de curto prazo são rotineiramente utilizadas e, ao contrário das posições de hedge, pode não apresentar o equacionamento do fluxo de caixa (MINSKY, 1992). O “boom” leva ao estágio de “euforia” e à predominância deste tipo de posição por parte dos agentes na economia (MINSKY, 1992). Este posicionamento mais arrojado provoca o aumento da demanda por ativos de capital, gerando uma mudança na sua precificação, aumentando seus preços (GZVITAUSKI, 2015).

Para aproveitar o momento “euforia” do mercado, as instituições financeiras liberam uma quantidade maior de crédito, muitas vezes efetuando a criação de novos instrumentos (BONATTO, 2009). Por ainda ser possível realizar ganhos de capital, há a tendência crescente dos agentes privados para se envolverem em estruturas “*speculative*” (GZVITAUSKI, 2015), até se tornarem unidades *Ponzi*, que apresentam fluxos de caixa insuficientes tanto para o pagamento do principal de sua dívida, como para seus juros, das

operações tomadas anteriormente (MINSKY, 1992). A dívida cresce durante o próprio processo de financiamento, uma vez que este a operação de refinanciamento de curto prazo não pode ser cumprida (GZVITAUSKI, 2015).

Com presença de agentes “*speculatives*” e a propagação de unidades *Ponzi*, maior será a amplificação deste movimento do ciclo, que levará ao estágio de “lucro” (MINSKY, 1992). Se no início do ciclo econômico havia uma melhor análise de risco, tanto por parte do tomador como do credor, assim como o “fácil pagamento dos compromissos por ele assumidos, essa mesma bonança facilitará o acesso dos tomadores a novas oportunidades de financiamento” (GZVITAUSKI, 2015). O ciclo apresentará um comportamento cada vez mais instável, exaltando a característica inerente ao sistema capitalista vigente, até a ocorrência do “pânico”. Este momento tem início com um evento considerado “dramático” (BONATTO, 2009), caracterizado por um acontecimento de grande escala e contrário às posições atuais dos agentes, impactando-as de forma negativa. Este pode ser composto por um fator externo, como a atuação do agente público através de mudança na política monetária vigente, ou com a tentativa dos agentes de vender suas posições, gerando um colapso do preço dos ativos, evaporando o patrimônio das unidades *Ponzi* (MINSKY, 1992).

No ponto de virada, será apresentado o “Momento Minsky”, após a transição de um cenário de crédito elevado para a presença de agentes sem intenção de emprestar para ninguém (PINHEIRO, 2009). Em um cenário de expectativas pessimistas gerado pela nova estrutura de endividamento e sentimento dos agentes, caracteriza-se a teoria de Hyman Minsky:

“Durante um período prolongado de ‘bons-tempos’, economias capitalistas tendem a se mover de uma estrutura financeira dominada por unidades financeiras de *hedge* para uma estrutura em que há grande peso para as unidades envolvidas em finanças especulativas e *Ponzi*. Ademais, se uma economia com um corpo considerável de unidades financeiras especulativas está em um estado inflacionário, e as autoridades se esforçam para exorcizar a inflação por restrição

monetária, então as unidades especulativas se tornarão unidades *Ponzi* e o patrimônio líquido das antigas unidades *Ponzi* vai evaporar rapidamente. Consequentemente, unidades com fluxos de caixa deficientes serão forçadas a tentar manter suas posições vendendo-as. É provável que isso leve a um colapso dos valores dos ativos” (GZVITAUSKI, 2015, apud MINSKY, 1992).

0.3 - “Momento Minsky” e as Fases do Ciclo Minskyniano

O sucesso das fases de crescimento ao longo do “Ciclo Minskyniano”, representado pelos elevados lucros das instituições financeiras, “pavimentaria o caminho para o desastre, com a excitação das expectativas e a opção por atitudes financeiras mais agressivas e arriscadas”, conforme apontado pelo economista André Luís Cabral de Lourenço em seu artigo de 2005 “O pensamento de Hyman Minsky: Alterações de percurso e atualidade” (ANDRADE, 2009). No período de crescimento, as famílias e empresas contraem dívidas e são capazes de honrá-las, mesmo que estas sejam elevadas, devido à valorização dos ativos (GZVITAUSKI, 2015). A busca pelo lucro faz com que os bancos e demais instituições financeiras aumentem ainda mais a disponibilidade de crédito devido à sensação de estabilidade e acabam atuando de forma menos cautelosa, expondo o capitalismo à uma maior fragilidade financeira (GZVITAUSKI, 2015).

Paul McCulley, ex-presidente da *Pacific Investment Management Company* (PIMCO), a maior gestora de fundos de investimento do mundo, empregou a expressão “Momento Minsky” para descrever a crise financeira na Rússia (ORTEGA, 2015). O “Momento Minsky” é caracterizado pelo momento de maior insolvência das instituições e iliquidez do mercado de crédito devido ao superendividamento dos agentes (GZVITAUSKI, 2015). No auge do “Ciclo Minskyniano”, quando os agentes possuem posições mais arriscadas e menores margens de segurança, a fragilidade poderá se tornar instabilidade. A reavaliação das expectativas do mercado, gera um momento de pânico com uma corrida para

venda de ativos e, conseqüentemente, provocando deflação em seus preços (GZVITAUSKI, 2015).

Em sua teoria, Minsky defende que a decisão de investimento de um agente é caracterizada como uma decisão de como ele irá estruturar e financiar suas dívidas (FAZZARI, 2013). Quanto melhor for a expectativa de lucratividade futura, menor será sua liquidez no presente e, ao presenciar um momento de crise ou insegurança quanto ao mercado financeiro, a vontade por liquidez será maior (GZVITAUSKI, 2015), exigindo a liquidação de suas posições. O “Momento Minsky”, por este motivo, também poderia ser considerado o momento em que há uma reversão das expectativas dos agentes em um cenário de dificuldades para se obter liquidez quando os agentes tem uma postura pessimista.

O estouro da bolha formada ao longo do ciclo ocorre quando há a percepção do alto endividamento dos agentes, que por sua vez leva à queda na confiança na capacidade de pagamento das dívidas geradas pelas posições tomadas (MINSKY, 1982). Neste momento, há uma aversão ao risco por parte dos agentes com uma magnitude suficiente para interromper as operações dos mercados (ANDRADE, 2009). Este cenário é propício para o acontecimento do fenômeno chamado *financialdistress* (VERCELLI, 2009). Ele ocorre quando as unidades não são capazes de cumprir as obrigações apresentadas em seus balanços contábeis e, em um cenário composto por muitas unidades com essa característica, é qualificada uma crise financeira (GZVITAUSKI, 2015). Esta pode ser de curta ou longa duração e sua magnitude irá depender da fragilização adquirida pela economia ao longo o ciclo de crescimento, conforme descrita pela Hipótese de Instabilidade Financeira (GZVITAUSKI, 2015).

“As unidades menos cautelosas (ou menos afortunados) são facilmente empurradas para além da linha de solvência, por choques inesperados na zona caracterizada por insolvência virtual. Se estas unidades não tiverem sucesso em voltar para a região de sustentabilidade financeira, muito rapidamente são obrigados a declarar falência. Sua insolvência desencadeia um processo de

deflação de dívidas que caracteriza a crise financeira mais grave: a insolvência da primeira unidade reduz drasticamente as entradas reais e esperadas de outras unidades financeiras, empurrando-as para a zona insustentável, e assim por diante (GZVITAUSKI, 2015, apud VERCELLI, 2009)”.

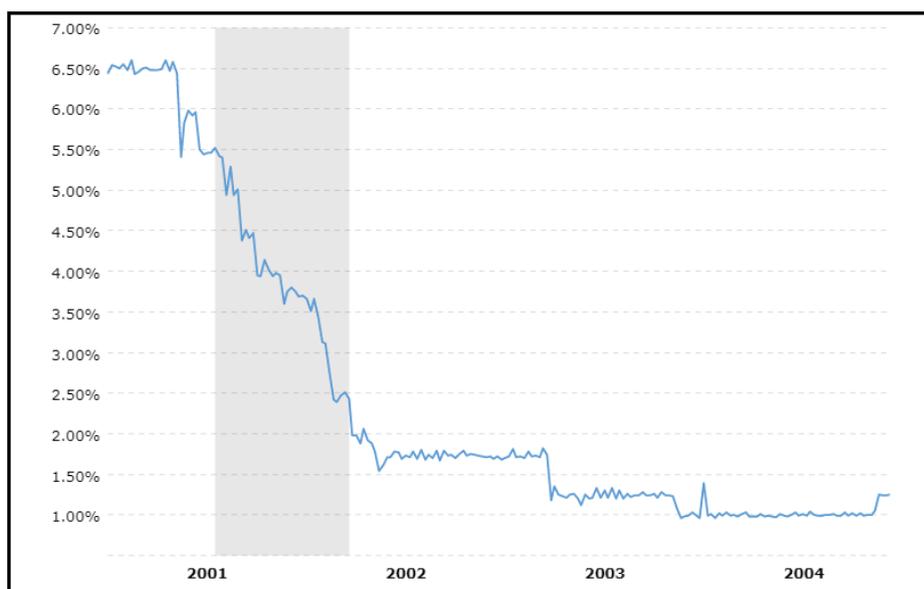
CAPÍTULO 2 –ESTABILIDADE EM DIREÇÃO À INSTABILIDADE: O MERCADO IMOBILIÁRIO AMERICANO

1.1 -Estabilidade e Crescimento –O “Boom” no Mercado Imobiliário Americano

“Um longo período de rápido crescimento e juros e inflação baixos levaram a grande complacência e vontade crescente de se tomar riscos”, escreveu Martin Wolf, principal comentarista econômico do “*FinancialTimes*”, em setembro de 2008 (PINHEIRO, 2009). O

comentário de Wolf refere-se ao ciclo de expansão da economia americana após a bolha *dotcom*, que durou quase uma década. Entre dezembro de 2000 e junho de 2004, sob o comando de Alan Greenspan (presidente do *Federal Reserve* entre 1987-2006), o *Fed* decide reduzir a taxa de juros de 6,5% a.a. para apenas 1% a.a. (Figura 1) como forma de fomentar a economia após a crise das empresas de *internet* (SHOSTAK, 2009). Além disso, ocorre um influxo expressivo de dinheiro estrangeiro para a economia americana, particularmente dinheiro proveniente da China ao comprar uma quantidade elevada de títulos americanos (*treasurybonds*). Simultaneamente, o mercado imobiliário americano já apresentava uma elevação contínua dos preços dos imóveis desde 1997 e, neste cenário, há o início de um dos maiores ciclos de valorização de imóveis na economia americana em mais de 50 anos (Figura 2), triplicando seu valor até 2006 (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009).

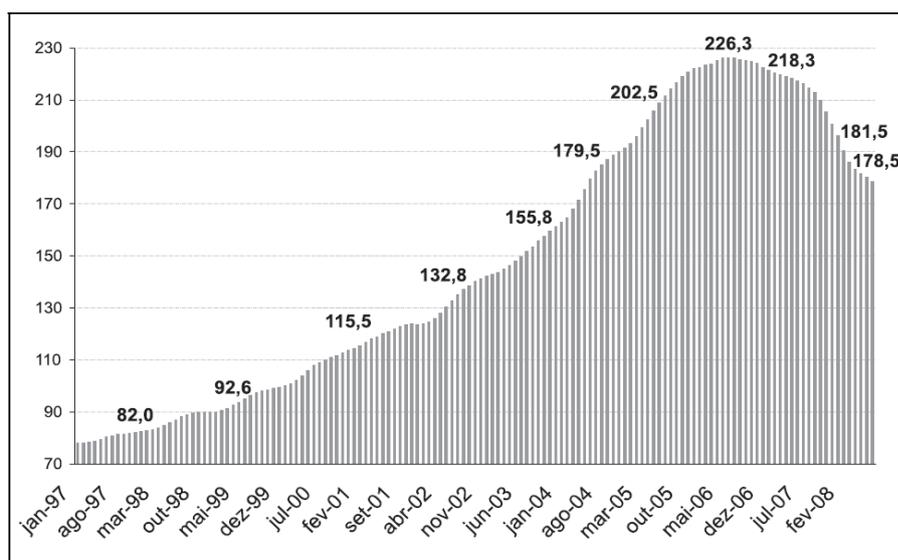
Figura 1 - Taxa de Juros Americana de Dezembro de 2000 a Junho de 2004



Fonte: *Macrotrends*

A expansão de crédito imobiliário americano foi responsável pela maior movimentação no mercado de hipotecas, principal mecanismo de financiamento imobiliário nos Estados Unidos. Entre 2001 e 2006, a média anual de novas operações chegava a US\$ 3 trilhões, atingindo seu auge de quase US\$ 4 trilhões em 2003 (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009), quando a taxa de juros americana estava em um dos seus patamares mais baixos da história. Com o crédito barato, as famílias e empresas contraíram dívidas e eram capazes de cumprir com os compromissos adotados, uma vez que as baixas taxas de juros da economia associadas ao aumento de preços dos ativos imobiliários impactavam positivamente seu financiamento.

Figura 2 - Evolução do Índice de Preços dos Imóveis nos EUA de 1997 a 2008



Fonte: BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009 analisando o índice S&P/Case-Shiller Home Price.

Nos primeiros anos do ciclo (2000-2004), a expectativa de realização dos pagamentos era positiva e a estrutura dominante era de unidades de hedge, iniciando a fase de “desordenamento” do ciclo. As operações eram equacionadas, uma vez que os preços dos imóveis subiam e as taxas de juros do mercado caíam. Com este tipo de operação e a aparente estabilidade da economia, as instituições financeiras expandiam as operações de crédito e passaram a atingir uma nova camada de potenciais tomadores de empréstimos. Os balanços destas instituições passaram a apresentar novos segmentos, que antes não tinham condições de conseguir uma concessão de crédito, com as hipotecas *subprimes*, algumas também direcionadas para os chamados “*ninjas*”.

As chamadas “hipotecas *subprimes*” eram empréstimos imobiliários voltados para pessoas sem histórico de crédito ou que apresentassem histórico de inadimplência, sendo em sua maioria famílias de baixa renda (IEDI, 2008). Enquanto a expressão “*ninjas*” significa: *no income, no jobs or assets*, uma vez que estes indivíduos não possuíam renda, trabalho ou patrimônio compatíveis com as transações que estavam se comprometendo a realizar. Além disso, havia uma operação híbrida que aumentava ainda mais o risco das hipotecas *subprimes*: era possível adquirir um novo financiamento ao longo da hipoteca já existente, com taxas que poderiam ser até mais atrativas (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009).

É notável a redução das análises e margens de segurança das hipotecas imobiliárias que começaram a ser realizadas neste momento de otimismo e prosperidade apresentado no início do ciclo econômico. A estrutura de passivo dos agentes estava se modificando, uma vez que um número maior de indivíduos adquiria maiores financiamentos imobiliários, e os financiamentos imobiliários ganhavam uma participação mais relevante nos balanços contábeis das instituições. Este processo ditava a realização do tamanho e quantidade de contratos a serem estabelecidos e fazia a economia transitar de forma rápida e intensa do estágio de “*boom*” para “*euforia*”.

Inicia-se um aumento da demanda por ativos de capital com o objetivo de realizar uma manutenção na geração de lucros e prolongamento do ciclo de prosperidade, gerando a

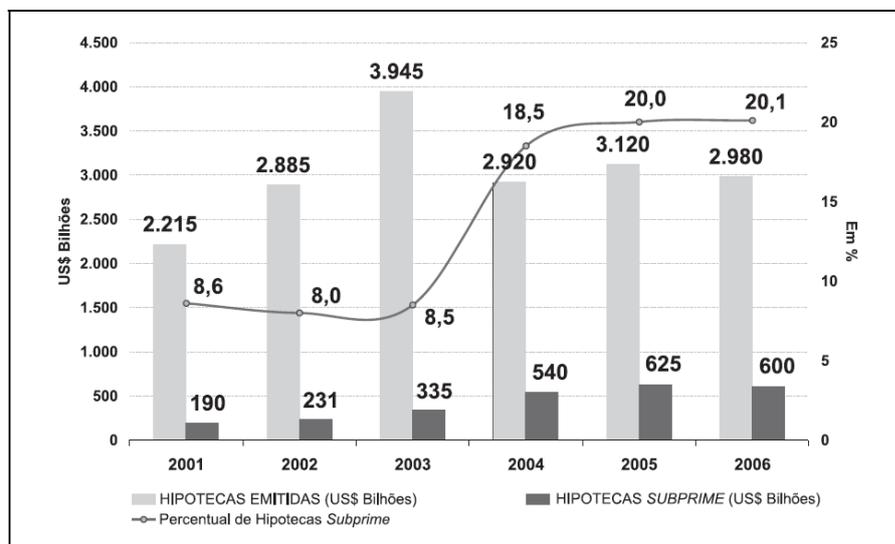
ampliação do processo de securitização dos créditos *subprime*. O modelo de Originação & Distribuição (O&D) passou a ser adotado pelas instituições, que após a concessão dos financiamentos que originavam as operações, securitizavam as hipotecas e vendiam os títulos gerados por esta transação no mercado financeiro para investidores institucionais, distribuindo o risco de forma sistêmica (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009). Desta forma, ao gerar uma operação com perfil de risco mais agressivo por atingir um segmento mais arriscado da sociedade, havia maior alavancagem das instituições seguido de um processo de disseminação do risco da operação originada previamente. Esta inovação financeira permitiu que *hedgefunds*, fundos de pensão, companhias de seguro e investidores físicos (que tinham suas posições em fundos de investimento e imobiliários com estes títulos em sua carteira) também internalizassem o risco das operações para seus respectivos portfólios. Uma vez que os bancos originavam um risco com a operação de empréstimo, seria possível distribuir esse risco no mercado em forma de pacotes estruturados de dívidas titularizadas (*ABS - Asset-BackedSecurity*) e retirar do seu balanço de caixa (GZVITAUSKI, 2015).

O estágio de “euforia” se consolida em uma economia com expansão de crédito e as inovações financeiras foram capazes de prolongar o ciclo econômico iniciado em 2003. A emissão de hipotecas *subprime*, que atingiu em 2006 o valor de US\$ 600 bilhões (Figura 3), e o percentual destas operações que eram securitizadas tornava-se cada vez maior, chegando a 80,5% (Figura 4) neste mesmo ano (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009). Todo o processo estava baseado na cobrança de elevadas comissões cobradas pelos intermediários financeiros, o que tornava as operações atraentes do ponto de vista das instituições, e no movimento crescente dos preços dos imóveis, do ponto de vista dos indivíduos, que chamava cada vez mais atenção para as “vantagens” do financiamento imobiliário neste período, mesmo que não pudessem realizar resgates ao longo do tempo (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009).

“A subida dos preços imobiliários proporcionava, simultaneamente, uma tomada de riscos maior por parte dos mutuários das hipotecas, que renegociavam seus financiamentos em melhores bases, assim como um relaxamento das condições de concessões de

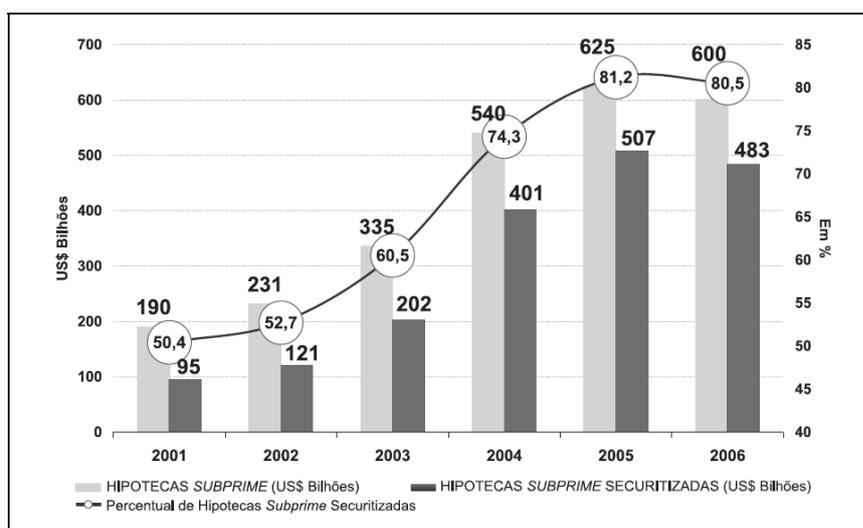
crédito – verificação inadequada da qualidade dos créditos originados, elevação da relação risco/garantia e taxas de juros iniciais “atraentes” em hipotecas de juros flutuantes. Essas condições acrescidas de um ambiente macroeconômico próspero, validavam tais posturas, disseminando, do ponto de vista sistêmico, os riscos dessas operações” (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009).

Figura 3 - Emissão Total de Novas Hipotecas e Participação das Hipotecas *Subprime* de 2001 a 2006



Fonte: BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009

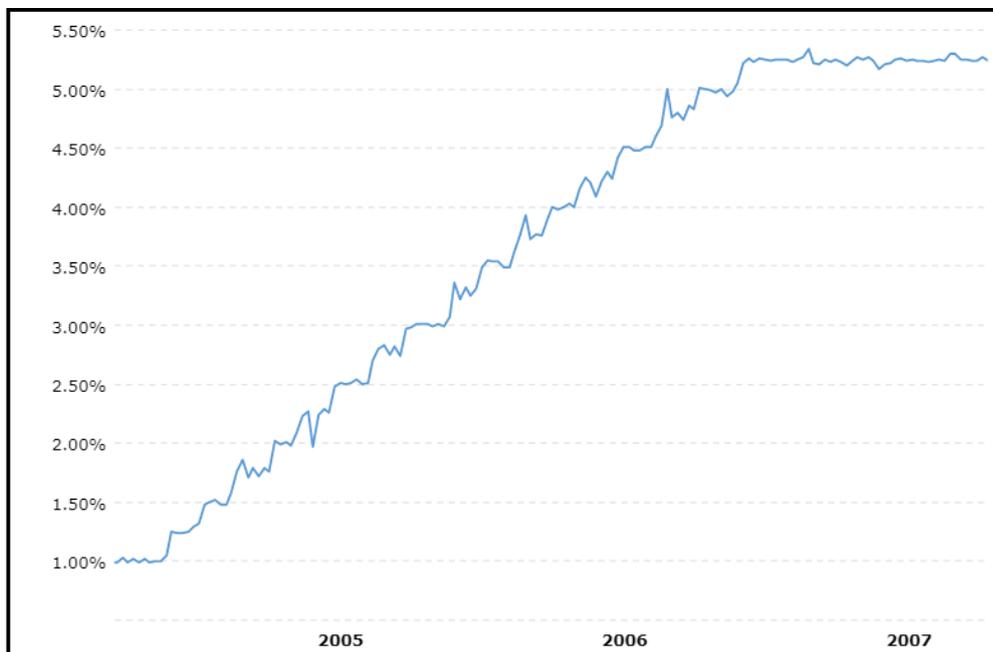
Figura 4 - Evolução do Percentual de Hipotecas *Subprime* Securitizedas de 2001 a 2006



Fonte: BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009

1.2 - O Início da Instabilidade em um Mercado Americano Aparentemente Estável

A partir de junho de 2004, o Fed alterou a postura expansionista que vinha adotando nos anos anteriores e iniciou um ciclo de aumento da taxa de juros (Figura 5). Gradualmente, a taxa básica americana passou do patamar de 1% a.a. para 5,25% a.a. em 2006, afetando negativamente a manutenção do ciclo expansionista do mercado imobiliário americano. A partir de 2007, foi possível observar o início da queda dos preços dos imóveis, uma vez que a alteração da política não possui efeito imediato na economia, sendo perceptível meses ou anos após a mudança na taxa de juros. Não seria mais possível a continuação das operações de refinanciamento das hipotecas baseadas na ação do preço dos imóveis.

Figura 5 - Taxa de Juros Americana de Junho 2004 a Junho 2006

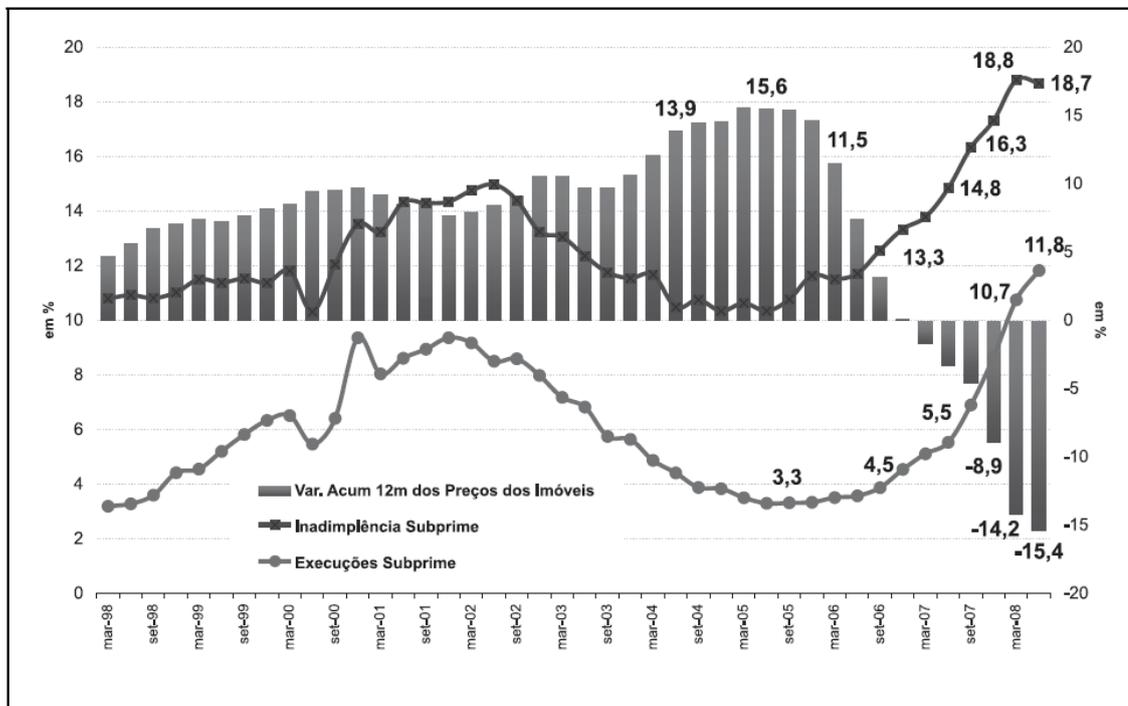
Fonte: *Macrotrends*.

“With housing prices rising rapidly, delinquency and foreclosures rates on subprime mortgages also fell, which led to more favorable credit ratings than could ultimately be sustained. As the short-term interest rate returned to normal levels, housing demand rapidly fell bringing down both construction and housing price inflation. Delinquency and foreclosures rates then rise sharply, ultimately leading to the meltdowns in the subprime market and on all securities that were derivative from the subprimes” (TAYLOR, 2008).

A instabilidade do sistema econômico ganha força com a trajetória decrescente dos preços dos imóveis, manifestando-se a partir do terceiro trimestre de 2005. Assim como a queda na demanda, os preços iniciaram uma queda significativa a partir de 2007 e a renegociação das hipotecas *subprimes* se tornava mais difícil, apresentando uma maior taxa de inadimplências e execução de hipotecas (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009). Uma vez que as famílias tomadoras do empréstimo imobiliário podem entregar a propriedade do bem para a instituição financiadora, a queda do preço dos imóveis gera dois impactos para os bancos: a dificuldade de estimar o valor de longo prazo dos seus colaterais e o aumento do custo de captação com a venda dos créditos no mercado (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009). A redução do valor dos imóveis diminui a margem de segurança do banco credor e ocorre a queda dos preços previamente estabelecidos para os títulos securitizados relacionados à este crédito, gerando um maior risco por parte do prestador e dificulta a venda dos créditos no mercado, uma vez que torna-se eminente o risco da dívida ser maior que o valor do colateral (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009).

A relação entre a queda dos preços dos imóveis e as inadimplências podem ser visualizadas em uma análise do índice *CaseShiller* (Figura 6), que mostra a evolução do preço dos imóveis em vinte regiões metropolitanas dos Estados Unidos e os percentuais de inadimplência e execução de hipotecas *subprime* (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009). Na parte final do ciclo, os agentes “*speculatives*” estavam se tornando unidades *Ponzi* e a economia já se encontrava no estágio de “lucro”. A fragilidade financeira adquirida ao longo do período de prosperidade tornava-se mais evidente, mas o período de crescimento ainda continuava, mesmo com uma força reduzida. Ainda era possível obter ganhos de capital, mas os fluxos de caixas dos agentes começaram a ser insuficientes tanto para o pagamento do principal das dívidas do financiamento imobiliário, quanto para seus juros.

Figura 6 - Variação dos Preços dos Imóveis e da Inadimplência e Execuções de Hipotecas do Segmento *Subprime* de 1998 a 2008



Fonte: BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009.

Associado ao formato das estruturas de dívidas e passivo dos agentes, a enorme exposição ao risco por parte das instituições ficava cada vez mais evidente devido à maior parte dos financiamentos *subprime* ter sido feita sem garantias oferecidas pelo governo federal americano, como era realizado tradicionalmente nas operações junto ao segmento de baixa renda (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009). O ciclo de crescimento e a expansão do mercado hipotecário, assim como a securitização dos créditos *subprime*, foram financiados pelo mercado de capitais (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009). O modelo de Minsky é validado a partir do momento que os bancos passariam a criar um crédito não lastreado (SHOSTAK, 2009), em um cenário de desregulamentação que vinha sido

implementado desde o início dos anos 2000. A distribuição no processo O&D era responsável por prover os recursos com a venda de títulos para agentes institucionais e privados, sendo propagada com a atuação dos grandes bancos e corretoras americanas (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009).

1.3 - Momento Minsky na Crise Subprime

Uma maior tomada de risco associada a um movimento de diminuição de margens de segurança no momento de conceder recursos ao mercado, é responsável por gerar os desequilíbrios que indicam o estopim de crises ao longo de um período de “boom” econômico (BORIO, 2008). O início de 2007 já apresentava as principais características do “Momento Minsky” na economia americana com a deflagração da crise de liquidez do mercado derivado das hipotecas *subprimes*. As carteiras de créditos de diversas instituições estavam comprometidas e colocaram o sistema financeiro, nacional e internacional, sob elevada pressão (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009). Em fevereiro de 2007, o anúncio da interrupção das operações de compra de hipotecas *subprime* por parte do *Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac)* simbolizava a crise de liquidez que havia iniciado. As *ratingagencies* passaram a reclassificar os pacotes de ativos que tinham as hipotecas *subprime* em suas posições e iniciou um processo de perda generalizada de confiança em relação ao mercado imobiliário (GZVITAUSKI, 2015). Esses pacotes recebiam altas pontuações e eram negociados como se não houvesse a existência de riscos associados aos seus investimentos e, o rebaixamento de suas notas, modificavam toda a análise sobre estes ativos. Com a deterioração da qualidade das operações de crédito que haviam sido realizadas e lastreavam os títulos imobiliários negociados no mercado, houve uma corrida por parte dos investidores para resgatar suas aplicações em fundos imobiliários (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009).

Além da necessidade de enfrentar os problemas de liquidez, os agentes presenciavam um contágio econômico ampliado pela estratégia de Originação & Distribuição

e pela securitização dos ativos negociados. Por este motivo, em agosto de 2007, a Europa e o Reino Unido já sinalizavam tensão e interromperam a liquidez de crédito para negociações de longo prazo (GZVITAUSKI, 2015). O mercado se mostrava relutante para realizar operações interbancárias evitando qualquer exposição junto às hipotecas *subprime* americanas, considerados ativos de alto risco (ADAMS, 2008). Em setembro do mesmo ano, o *NorthernRock*, quinto maior credor hipotecário dos Estados Unidos, sofreu uma corrida bancária que gerou três dias de filas de correntistas nas agências britânicas, a primeira do país em mais de 140 anos (STEVENSON E SLATER, 2008). As ações do banco durante este período caíram mais de 31%, apesar do *Chancellor* Alistair Darling garantir a liquidez do banco para todos os depósitos de seus correntistas (ADAMS, 2008).

Os agentes passaram a vender suas posições, gerando um colapso no preço dos ativos e evaporando o patrimônio das unidades *Ponzi* que possuíam este tipo de ativo em suas carteiras. Em todo o mundo, fundos de hedge iniciaram a suspensão dos resgates por parte dos cotistas (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009). Em agosto de 2007, o banco *BNPParibas*, maior banco da França, suspendeu os resgates de seus fundos alegando falta de liquidez e impossibilidade de fazer o *valuation* de seus ativos provocado pelo colapso do mercado imobiliário americano (KAR-GUPT e GUERNIGOU, 2007)

*“The complete evaporation of liquidity in certain market segments of the U.S. securitization market has made it impossible to value certain assets fairly, regardless of their quality or credit rating, [...]BNP Paribas Investment Partners has decided to temporarily suspend the calculation of the net asset value as well as subscriptions/redemptions, in strict compliance with regulations, for these fund [...]”*²

²*BNP Paribas Investment Partners, Press Release, 09.08.2007*

Após um ano de 2007 marcado por expressivas fugas por títulos do tesouro americano, considerados mais seguros e com qualidade elevada, 2008 se inicia com o anúncio de maiores perdas no mercado, desestabilizando e causando insolvência de muitas instituições financeiras (GZVITAUSKI, 2015). Em janeiro de 2008, o *BearSterns* declara falência e é adquirido pelo banco JP Morgan Chase com um desconto de 93% sobre o preço de suas ações, garantindo suas obrigações e liquidez ao mercado (SORKIN e THOMAS Jr., 2008). Esta aquisição, envolvendo um dos maiores bancos de investimentos do mundo com quase cem anos de fundação, é apenas um dos acontecimentos marcantes envolvendo as grandes instituições de Wall Street que colapsaram ao longo da manifestação da crise. Em julho, uma das maiores falências bancárias dos Estados Unidos ocorre quando o *IndyMac* tem seus ativos transferidos para o governo americano, conforme exigência dos capítulos 7 e 11 do código de Falência Bancária (GZVITAUSKI, 2015). A falência do maior banco de investimento de *LosAngeles* antecede em alguns meses aquela que seria a maior falência bancária da crise *subprime* americana: o colapso do *LehmanBrothers*, em 15 de setembro de 2008 (GZVITAUSKI, 2015). Este evento se tornou um dos símbolos da crise, pois potencializou a propagação do sentimento de incerteza e gerou uma maior preferência por liquidez por parte dos bancos, prejudicando até o funcionamento do sistema interbancário americano com a relutância dos bancos para emprestarem entre si (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009).

O estágio de “pânico” se consolida a partir de uma série de eventos que podem ser considerados dramáticos para a economia americana. A falência do quarto maior banco de investimento dos Estados Unidos, além de uma instituição financeira com operações globais, são originadas pela falta de liquidez e prejuízos relacionados à ativos *subprimes* (GZVITAUSKI, 2015) e mostram a escala da crise que sucedeu um dos maiores ciclos de crescimentos da economia americana. Ainda em setembro com a entrada de *FannieMae* e *FreddieMac* para tutela governamental, sob o mesmo código da falência bancária já utilizado em situações anteriores descritas, e uma operação bilionária de empréstimo por parte do governo americano para a *AIG (AmericanInternationalGroup)*, uma das maiores seguradoras do mundo, é possível observar a ação dos dois teoremas apresentadas por Minsky em sua

Hipótese de Instabilidade financeira (MINSKY, 1992). A economia não apresentava mais um financiamento estável de seus ativos e a prosperidade prolongada tem fim com a consolidação de relações financeiras instáveis na economia. Os eventos de insolvência e iliquidez que afetaram economias internacionais, originados pelo mercado americano, caracterizam a análise pessimista Minskyniana sobre *WallStreet*. Os indícios de uma recessão já impactavam as projeções dos analistas do mercado sobre uma possível recessão (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009). Em 2007 e 2008, uma série de políticas expansionistas fiscais e monetárias são implementadas pelo *FederalReserve*, sob o comando de Ben Bernanke (presidente do *Fed* entre 2006 e 2014), para prover liquidez e restaurar a confiança do mercado. A crise de crédito se manifestava mesmo com os juros nominais próximos de zero, de forma similar à crise de 1929 (PINHEIRO, 2009).

Em outubro de 2008, era possível contabilizar os prejuízos anunciados pela crise do *subprime* em cerca de US\$ 660 bilhões (Quadro 1), onde os cinco mais afetados (*Wachovia*, *Citigroup*, *MerrilLynch*, *WhashingtonMutual* e *UBS*) responderam por quase metade do montante total, cerca de US\$ 310 bilhões (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009). Com os baixos custos para realizar operações de financiamento, inclusive imobiliários, o “boom” em operações de especulação se desenvolveu de forma mais rápida e, em termos de *over-allvaluation*, provocou um prejuízo muito maior que o apresentado na crise anterior, originado pelas empresas *dotcom* (CASSIDY, 2008).

Tabela 1 - Perdas Anunciadas com a Crise do *Subprime* em Dezembro de 2008 (Em US\$ Bilhões)

	BAIXAS CONTÁBEIS	APORTES DE CAPITAL
Wachovia Corporation	96,7	11,0
Citigroup	68,1	74,0
Merrill Lynch	58,1	29,9
Washington Mutual	45,6	12,1
UBS	44,2	32,2
HSBC	27,4	5,1
Bank of America	27,4	55,7
JPMorgan Chase	20,5	44,7
Wells Fargo & Company	17,7	30,8
Morgan Stanley	15,7	24,6
Lehman Brothers	13,6	13,0
IKB Deutsche	13,8	11,3
Royal Bank of Scotland	13,6	57,0
Deutsche Bank	9,7	5,9
Credit Suisse	10,0	3,0
Outros	275,3	236,0
Total	660,9	635,3

Fonte: BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009.

CONCLUSÃO

Há um conjunto de fatores e variáveis responsáveis pela supervalorização que originou a maior crise econômica mundial desde a crise de 1929, mas L. Randall Wray avalia corretamente que a crise teve sua origem no mercado imobiliário americano e atingiu todo o sistema do mundo financeiro globalizado (WRAY, 2011). O processo de crescimento que gerou a bolha dos ativos imobiliários norte americanos iniciou com o direcionamento dos investidores financeiros para operações no mercado hipotecário após a crise *dotcom* (GZVITAUSKI, 2015). A prática de taxas de juros excessivamente baixas por parte do *Federal Reserve* se inicia em uma tentativa de fomentar a economia após a crise dos anos 2000, incentivando uma maior concessão de crédito. Este crédito foi direcionado, principalmente, para o mercado hipotecário e incentivou o aumento dos preços dos imóveis.

Uma vez que a estabilidade do sistema capitalista é desestabilizadora, a atuação do governo, através da política monetária, deve estar direcionada para a existência de uma economia suficientemente estável. Sua atuação deve tratar a instabilidade como um evento comum no sistema capitalista de forma a criar regulações suficientes para tornar o mercado financeiro estável, uma vez que se a teoria tratar este evento de forma incomum, a crise será trada como um evento improvável (MINSKY, 1982). Os autores que apoiam o pensamento minskyniano, a exemplo dos acadêmicos do *LevyInstitute*, acreditam que a desregulamentação das finanças enquanto processo de natureza global, mas também enquanto processo específico, nos Estados Unidos, tem papel fundamental à compreensão da crise financeira que teve início no mercado imobiliário norte americano. Em 1999, foi permitida a atuação das instituições de forma a unificar atividades de bancos comerciais, bancos de investimento e seguradoras com o lançamento do *GrammLeachBlileyFinancialServicesModernizationAct*, desprotegendo os depositantes ao permitir o direcionamento de recursos para áreas com especulação financeira e deixando todos os agentes mais expostos à um colapso do mercado financeiro (GZVITAUSKI, 2015).

O *Fed*, sob o comando de Alan Greenspan, demorou para elevar as taxas de juros e identificar as mudanças estruturais que estavam ocorrendo no mercado financeiro americano. Já sob o comando de Ben Bernanke, a partir de 2006, os efeitos de uma possível crise já começaram a aparecer até que foi necessária a intervenção governamental na falha tentativa de evitar um colapso. Em todo o ciclo, as instituições financeiras americanas agiram como se fossem grandes demais para falir e esperava-se a ajuda do governo em caso de problemas financeiros. A expressão “*too big to fail*” retrata este comportamento que produziu um risco moral na economia e permitiu que os bancos adotassem uma estratégia de maior exposição ao risco para buscar maiores lucros. A elevada taxa de endividamento e alavancagem dos agentes econômicos foi possibilitada pela ampliação de possibilidades e formas de financiamento, fragilizando todo o sistema. As inovações financeiras compuseram o fator específico da crise, principalmente representada pela negociação dos pacotes *ABS*, que prolongaram o ciclo de prosperidade e disseminaram os riscos sistêmicos das operações de financiamento hipotecário. As flutuações do nível de atividade, assim como os estágios do ciclo econômico, podem ser explicadas pelas relações entre a dinâmica macroeconômica e o padrão de financiamento (passivo) dos agentes privados, como apresentado por Minsky em 1982 (Wray, 2009). Investimentos em ativos relacionados às hipotecas *subprimes* e operações de derivativos se tornaram cada vez mais comuns nas carteiras dos bancos, apesar de conseguirem retirar o risco dessas operações na divulgação dos seus balanços (GZVITAUSKI, 2015).

A atuação dos agentes que compõe os processos endógenos da economia cria os riscos sistêmicos e há uma tendência à fragilidade de todo o sistema. Os bancos, instituições que realizam atividades *profitseeking* (MINSKY, 1992), realizaram a concessão de crédito de forma descentralizada e buscaram reduzir sua exposição ao risco, resultando na distribuição do risco do prestador ao mercado através da negociação de ativos *subprime* no mercado de capitais. O risco sistêmico foi, então, ampliado para economias globais com a negociação entre bancos americanos e europeus, além da participação de investidores institucionais (*hedgefunds*, fundos imobiliários, fundos de pensão e seguradoras) que foram responsáveis para o distribuir este risco aos investidores físicos. A rápida redução de disponibilidade de

crédito ao longo de 2007, após o início do processo de desestabilização econômica (2006-08) e ao final do processo de desregulamentação financeira (1999-06), provocou a tendência de insolvência na economia. O sistema financeiro não era mais robusto, como no início do ciclo, mas sua fragilidade se tornava mais clara conforme o ciclo de expansão chegava ao auge do Momento Minsky.

A crise de 2008 não possui diferença significativa quando comparada às outras crises na história do capitalismo, uma vez que ela apresenta os fatores específicos, principalmente representados pelas inovações financeiras de ativos derivados do mercado de crédito, e fundamentais de uma crise econômica (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2009). Martin Wolf descreveu que “Minsky estava certo. Um longo período de rápido crescimento, baixa inflação, taxas de juros baixas e estabilidade macroeconômica estimulou a complacência e uma maior disposição de assumir risco. A estabilidade levou à instabilidade” (CINTRA, 2008). O pensamento de Hyman Minsky pode, de fato, ser utilizado para analisar o colapso, enquadrando-o como consequência natural de um processo de fragilização do sistema financeiro e comprovando as hipóteses da Hipótese de Fragilidade Financeira. A mudança de expectativa dos agentes que os levaram a modificar suas posições de hedge para posições *speculative* e *Ponzi* durante o período de estabilidade não foi reconhecida pela autoridade monetária. Ao fim do ciclo Mynskiniano, a crise de 2008 pode ser caracterizada como um “Momento Minsky” (WRAY, 2011) devido à todas as características apresentadas pelo ciclo de crescimento até sua eclosão.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADAMS, Stephen. **The Northern Rock crisis: timeline**. The Telegraph, 2008. Disponível em: <https://www.telegraph.co.uk/news/uknews/1578933/The-Northern-Rock-crisis-timeline.html>> Acesso em: 20 de abril de 2019.

ANDRADE, Cyro. **O “MOMENTO MINSKY” De repente, um momento de provação para o capitalismo**. Jornal Valor Econômico, 2009. Disponível em: <http://www.bresserpereira.org.br/terceiros/2009/09.07.momentominsky.pdf>> Acesso em: 27 de março de 2019.

BNP PARIBAS INVESTMENT PARTNERS. **BNP Paribas Investment Partners temporarily suspends the calculation of the Net Asset Value of the following funds : Parvest Dynamic ABS, BNP Paribas ABS EURIBOR and BNP Paribas ABS EONIA**. Press Release, 2007. Disponível em: <https://group.bnpparibas/en/press-release/bnp-paribas-investment-partners-temporaly-suspends-calculation-net-asset-funds-parvest-dynamic-abs-bnp-paribas-abs-euribor-bnp-paribas-abs-conia>> Acesso em: 28 de abril de 2019.

BONATTO, Alexsandro. **A crise e o Momento Minsky**, 2009. Disponível em: <https://administradores.com.br/artigos/a-crise-e-o-momento-minsky/>> Acesso em: 27 de março de 2019.

BORIO, Claudio. **The financial turmoil of 2007?: a preliminary assessment and some policy considerations**. Basel. Bank for International Settlements, 2008.

BORÇA JUNIOR, G. Rodrigues; TORRES FILHO, E. Teixeira. **Analisando a Crise do Subprime**. Rio de Janeiro. Revista do BNDES V.15, N. 30, P. 129-159, 2008.

CASSIDY, John. **THE MINSKY MOMENT Subprime mortgage crisis and possible recession.** New York. The New Yorker, 2008. Disponível em: <https://www.newyorker.com/magazine/2008/02/04/the-minsky-moment>> Acesso em: 6 de abril de 2019.

CINTRA, M. Antonio. **Crise ressucita Minsky.** São Paulo. Folha de São Paulo, 2008. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi0510200815.htm>> Acesso: 17 de março de 2019.

GZVITAUSKI, T. Rimoli. **Uma Crise ‘à la Minsky’?: uma análise da crise financeira sob a ótica de Hyman Minsky.** Araraquara. UNESP - Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, 2015.

IEDI – INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **“Entendendo a crise do subprime e suas repercussões na economia mundial”.** Carta IEDI n. 300, 2008.

KAR-GUPTA, Sudip; LE GUERNIGOU, Yann. **BNP freezes \$2.2 bln of funds over subprime.** Reuters, 2007. Disponível em: <https://www.reuters.com/article/us-bnpparibas-subprime-funds-idUSWEB612920070809>> Acesso em: 28 de abril de 2019.

MINSKY, H Philip. **Can “it” Happen Again?: Essays on Instability and Finance.** New York. M. E. Sharp, 1982.

MINSKY, H. Philip. **Stabilizing the Unstable Economy.** New Haven. Yale University Press, 1986.

MINSKY, H. Philip. **The Financial Instability Hypothesis**. Working Paper n. 74. New York. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, 1992. Disponível em: <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>

MINSKY, H. Philip. **Financial instability and the decline of banking: public policy implications**. Chicago. Federal Reserve Bank of Chicago, 1994.

PINHEIRO, Marcia. **O “MOMENTO MINSKY” A presença de Minsky**. Jornal Valor Econômico, 2009. Disponível em: <http://www.bresserpereira.org.br/terceiros/2009/09.07.momentominsky.pdf>> Acesso em: 27 de março de 2019.

SCHUMPETER, J. Alois. **The analysis of economic change**. The Review of Economic Statistics. Massachusetts. MIT Press, 1935.

SHOSTAK, Frank. **A atual crise financeira confirma as teorias de Hyman Minsky?**. Alabama. Ludwig von Mises Institute for Austrian Economics, 2009. Disponível em: <https://www.mises.org.br/Article.aspx?id=451>> Acesso em: 28 de março de 2019.

SORKIN, A. Ross; THOMAS Jr., Landon. **JPMorgan Acts to Buy Ailing Bear Stearns at Huge Discount**. The New York Times. 2008. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2008/03/16/business/16cnd-bear.html>> Acesso em: 28 de abril de 2019

STEVENSON, Reed; SLATER, Steve. **Na crise de crédito, correntistas correm aos bancos em um clique**. Reuters, 2008. Disponível em: <https://br.reuters.com/article/internetNews/idBRSPE4960JD20081007>> Acesso em: 20 de abril de 2019.

TAYLOR, John B. **The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong**. Massachusetts. NBER Working Paper Series, 2008. Disponível em: <http://web.stanford.edu/~johntayl/FCPR.pdf>> Acesso em: 20 de abril de 2019.

VERCELLI, Alessandro. **A Perspective on Minsky Moments: The Core of the Financial Instability Hypothesis in Light of the Subprime Crisis**. Working Paper n° 579. New York. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, 2009.

WRAY, L. Randall. **Minsky's Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis**. Oxford. Cambridge Journal of Economics, 2009. Disponível em: <http://www.economonitor.com/lrwray/2012/03/27/why-minsky-matters-part-one/#sthash.07fTLGW7.dpuf>

WRAY, L. Randall. **Minsky's Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis**. Working Paper n. 661. New York, 2011. Disponível em: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_661.pdf