

Breves considerações sobre a crise recente: seria resultado de um ‘momento Minsky’?*

Fernanda Cardoso[♦]

Alguns analistas vêm se referindo aos acontecimentos recentes no mercado financeiro norte-americano, particularmente aqueles associados à crise imobiliária, como característicos de um ‘momento Minsky’ - ou seja, como resultado de um prolongado período de rápida aceleração da dívida no qual empréstimos do tipo hedge são substituídos por empréstimos do tipo especulativo e Ponzi, o “momento” ocorre quando os empréstimos se tornam mais restritivos, aumentando os riscos de contração econômica sistêmica e de depreciação de ativos de capital. Para outros – aos quais podem ser atribuídas ao menos a duas linhas de críticas distintas -, esta é uma avaliação exagerada, pois esses acontecimentos não demonstrariam que a instabilidade financeira é intrínseca à operação de um sistema financeiro avançado como o norte-americano. A seguir, são apresentados estes diversos pontos de vista prós e contra a atribuição de características tipicamente minskianas à crise atual, destacando alguns argumentos que corroboram ou não essas perspectivas.

A crise recente como resultado de um ‘momento Minsky’

Mais importante do que buscar responder se a abordagem de Minsky é funcional ou inadequada para compreender os acontecimentos recentes no mercado financeiro, é de fato entender o que levou ao estouro desta crise, para então discutir a adequação e funcionalidade de determinados referenciais teóricos para auxiliar no avanço da compreensão. Assim, antes de passar efetivamente à análise destas linhas argumentativas que não vêm nos acontecimentos recentes no mercado financeiro norte-americano características próprias de um ‘momento Minsky’, vale realizar uma breve retomada das contribuições teóricas de Minsky à compreensão da lógica das crises financeiras em sistemas capitalistas avançados e, em seguida, realizar uma breve reconstituição da crise.

A hipótese de instabilidade financeira (HIF) desenvolvida em Minsky (1975) apresenta como proposição central que, ao longo do tempo, o funcionamento de uma economia capitalista sofisticada e complexa - e que opere sem restrições de regulamentações e controles – pautado em comportamentos microeconômicos que buscam a realização de interesses próprios, mesmo partindo de uma trajetória estável, leva à emergência de condições que favorecem a instabilidade. Em outras palavras, a estabilidade econômica pode gerar

* Artigo publicado pelo *Boletim de Informações da FIPE* em maio de 2009.

♦ Mestre em Economia pelo IE-UFRJ e doutoranda em Economia das Instituições e do Desenvolvimento pelo IPE-FEA-USP, agradece o suporte do CNPq (fernandacardoso@usp.br).

comportamentos que produzem fragilidade financeira, tornando o sistema mais vulnerável. Deste modo, a instabilidade, enquanto fenômeno macroeconômico emergente, seria endógena às economias capitalistas. A HIF conduz ainda à conclusão, contrariamente a uma perspectiva mais convencional, de que intervenções de política monetária são funcionais para conter estes impulsos endogenamente gerados que conduzem a resultados indesejados.

O fundamento do programa de pesquisa da HIF é a observação de que uma das características de economias capitalistas avançadas é a coexistência de dois grupos de preços: um que se refere à produção corrente e outro relativo aos ativos de capital. Segue-se que a dinâmica de um modelo de investimento depende da relação entre estes dois grupos de preços, do financiamento interno derivado dos lucros e das características do financiamento externo disponível.

Numa economia capitalista, toda unidade econômica pode ser caracterizada por seu portfólio, ou seja, o conjunto de ativos tangíveis e financeiros que detém. As decisões de portfólio englobam duas questões interdependentes: quais ativos financeiros devem ser mantidos, controlados ou adquiridos e como financiar a posição em tais ativos, ou seja, quanto pelos próprios recursos e quanto via recursos emprestados. Assumir compromissos financeiros significa comprometer-se a cumprir um desempenho que não necessariamente será realizado, o que se configura como uma ameaça intrínseca à coerência futura do sistema econômico.

Importante para o entendimento desta questão é a classificação de posições de endividamento realizada por Minsky (1982). Conforme adiantado, períodos de estabilidade econômica e financeira levam a uma diminuição da aversão ao risco dos investidores e a um processo de reavaliação da viabilidade dos investimentos. Como resultado deste clima de otimismo expectacional, os investidores podem passar a tomar empréstimos de maneira excessiva e provocar um aumento de preços dos ativos. Há três tipos de tomadores de empréstimo: (i) hedge, que com base em seu fluxo monetário podem pagar tanto os juros da dívida contraída quanto o principal; (ii) especulativo, que podem fazer frente apenas aos juros com base em seu fluxo monetário, e por isso precisam de mercados de capitais dotados de liquidez, de forma que possam rolar sua dívida; e (iii) Ponzi, que, com base em seu fluxo monetário, não podem fazer frente nem aos juros da dívida contraída e por isso precisam que os preços dos ativos em que investiram sempre cresçam de maneira a lhes permitir a manutenção do refinanciamento de sua dívida.

Desta forma, numa economia caracterizada pela presença de empréstimos e financiamentos, as finanças desempenham papel essencial, uma vez que participam na

determinação do nível de preços dos ativos de capital e da alavancagem de fundos internos tanto para o investimento quanto para a manutenção de ativos em *portfólios* (Minsky, 1994). Assim, há uma dinâmica de causalidade bi-direcional entre o investimento e as finanças, resultando num processo dinâmico complexo da evolução financeira que determina as flutuações nos negócios (Mehrling, 1999).

Em linhas gerais, por conseguinte, a crise atual, a partir da HIF minskyana seria explicada pela diminuição da margem de segurança nas transações financeiras e no aumento da alavancagem financeira. A securitização dos empréstimos de hipoteca *subprime* teria sido construída com base em três hipóteses: a de que as taxas de juros se manteriam baixas, de que as rendas dos devedores seriam suficientes para cobrir eventuais aumentos de juros e que o preço dos imóveis não sofreriam quedas. Sob uma análise *à la Minsky*, conforme indica Kregel (2008a), essas hipotecas foram esquematizadas com uma queda implícita da margem de segurança, num esquema de financiamento do tipo Ponzi, uma vez que a verificação das três hipóteses listadas acima seria improvável.

Segundo Dimsky (2007), há dois importantes fatores que também explicariam as raízes da crise do *subprime*: a transformação estratégica do setor bancário na década de 1980 – advento do neoliberalismo –, que de gerenciadores de passivos passaram para a securitizadores de ativos; e o longo padrão de exclusão social no mercado de crédito imobiliário americano. Com relação ao primeiro fator, com o processo de securitização, os empréstimos transformados em ativos securitizados são vendidos, o que faz com que a pressão para uma análise mais cautelosa dos empréstimos nas últimas fases da expansão do crédito se perca, tendência ampliada pela desregulamentação do setor financeiro americano.

Relativamente ao segundo fator, Dimsky explicita que o crescimento do mercado de serviços financeiros para a população de baixa renda teria atraído a atenção das grandes companhias financeiras, que passaram a atuar com instrumentos específicos para esse mercado – entre eles, o crédito imobiliário *subprime*, que apresentava altas taxas. Assim, de excluídos financeiramente, os pobres passaram a ser “explorados” financeiramente. Ademais, o crescimento do crédito imobiliário *subprime* encontraria explicação não apenas no aumento do preço dos imóveis, mas na própria postura de *marketing* agressiva das instituições financeiras, além da delegação de avaliação de risco de investimento atribuída às agências de classificação de risco. E, segundo Kregel (2008b), o mercado de *subprime* foi estável enquanto crescia o número de novas hipotecas e os preços dos imóveis continuavam numa trajetória crescente em condições de juros decrescentes - o que teria se revertido com a mudança de política monetária do FED.

Apresentada brevemente as contribuições teóricas de Minsky e algumas características e causas da crise financeira atual, passemos à avaliação das respostas negativas à proposição enunciada pelo presente artigo.

A crise recente exclusivamente como resultado de uma falha exógena

Seguindo o fio de raciocínio presente na proposição enunciada, uma primeira linha de crítica possível à atribuição de características de um ‘momento Minsky’ se refere a uma perspectiva teórica convencional, a partir da qual, em linhas gerais, a explicação de crise sempre reside em fatores exógenos ao sistema. No caso da presente crise, por exemplo, seria como se a explicação estivesse em alguns “culpados”, ou seja, na atuação falha de alguns agentes econômicos que teria acabado por contaminar o funcionamento adequado de um sistema financeiro avançado como o norte-americano.

Em contraposição a esta primeira linha de críticas, a visão keynesiana de Minsky atribui à própria dinâmica interna das economias capitalistas a explicação para a instabilidade econômica e financeira. Minsky rejeitou as idéias econômicas convencionais pautadas na hipótese de eficiência dos mercados e, como visto, sua HIF se baseia na idéia de que a estrutura de uma economia capitalista se torna mais frágil depois de um período de prosperidade, o que por sua vez se explica pela disseminação de expectativas otimistas, diminuindo o grau de aversão ao risco dos investidores, que se tornam mais aptos a demandar crédito.

A crise recente como insuficientemente explicada pela abordagem de Minsky

A proposição exposta no enunciado também guarda semelhanças com a linha argumentativa desenvolvida por Kregel (2008a), que, vale enfatizar, difere largamente da abordagem convencional. Embora a HIF de Minsky em si seja um importante referencial teórico, a análise da crise atual revelaria outros aspectos relevantes que não são contemplados pela HIF. Segundo Kregel, o processo endógeno de fragilidade financeira *à la Minsky* baseia-se no fato de que em períodos de crescimento estável, empréstimos mais arriscados são aprovados porque os tomadores de empréstimo se tornam mais confiáveis, diminuindo, por conseguinte, as margens de segurança. Todavia, embora a crise do *subprime* envolva financiamentos do tipo Ponzi e redução das margens de segurança, o processo que originou as condições da crise atual corresponderia à desregulamentação do sistema bancário norte-americano na década de 1980 que, dentre outras conseqüências, levou ao aumento da participação dos bancos comerciais no mercado de capitais, em especial no mercado de *securities* – em outras palavras, os bancos deixaram cada vez mais de operar como bancos comerciais e passaram a atuar como bancos de investimento. Ou seja, o sistema bancário

norte-americano passou a ter seus lucros baseados na criação e venda de *securities*. Desta forma, a explicação da crise com base na diminuição das margens de segurança em virtude de um período de crescimento estável anterior não seria suficiente.

Nesta nova configuração institucional, os empréstimos bancários são securitizados e vendidos a uma instituição financeira, passando o risco de crédito para quem compra o ativo securitizado. O papel de avaliação de risco antes desempenhado pelos bancos passa a ser realizado pelas agências avaliadoras de crédito, responsáveis por certificar ou não o *investment grade* destes ativos. Em outras palavras, quem está exposto ao risco não é mais responsável por avaliar o perfil dos tomadores. Desta forma, a diminuição da margem de segurança não teria se desenvolvido endogenamente ao crescimento econômico estável *à la Minsky* e sim que, por conta da mudança institucional ocorrida na década de 80, os maus pagadores passaram a poder receber empréstimos desde que sua dívida estivesse devidamente securitizada e recebesse o aval das agências avaliadoras de crédito, cujo lucro não depende da correta avaliação e está positivamente correlacionado com a subestimação do risco.

A chave da questão, sob a perspectiva de Kregel, estaria na composição das obrigações das hipotecas *subprime* colateralizadas, na qual estariam contempladas diferentes classes de risco, o que teria feito com que este instrumento financeiro como um todo fosse passível de receber o aval das agências de crédito. Assim, não é que os maus pagadores tenham se tornado dignos de empréstimo em virtude de um período de crescimento estável, mas sim que o crescimento do mercado de imóveis acabou compensando, por algum tempo, as taxas de inadimplência. Quando subiram as taxas de juros e a taxa de inadimplência, o mercado de imóveis desacelerou, bem como seus preços, revertendo o *boom* imobiliário, instaurando um processo de deflação de dívida no mercado de hipotecas *subprime*.

Conclusão

Embora de naturezas distintas, as duas críticas acima expostas se dirigem, em alguma medida, à natureza ou aspecto endógeno da crise. No caso da linha de críticas convencional, a explicação da crise se deve a fatores exógenos que prejudicam o bom funcionamento do mercado. No caso da qualificação de Kregel, esta atribui as causas da crise atual especialmente a uma mudança institucional ocorrida na década de 80, o que, a princípio – ao contrário da abordagem convencional –, não se mostra incompatível – ou irreconciliável – à perspectiva *à la Minsky*. Pelo contrário, adiciona elementos explicativos à abordagem *minskyana* original, mesmo porque a mudança institucional pode ser concebida como resultado de processos endógenos.

Em suma, a construção de uma explicação adequada da crise atual envolve questões de natureza institucional, expectacional, política e econômica e, neste sentido, a contribuição teórica de Minsky aparece como uma fonte teórica importante, embora não suficiente para abarcar a explicação de todas as causas - dentre elas, a importância de mudanças institucionais, tal como explicitado por Kregel. Desta forma, a proposição enunciada no início deste artigo seria aceitável se indicasse ser um exagero buscar explicações da crise atual *apenas* no referencial teórico minskyano, mas não se mostra adequada ao indicar que se trata de um exagero atribuir características de um ‘momento minskyano’ à crise atual, especialmente no que se refere à questão da crise imobiliária.

Referências Bibliográficas

- Dimsky, G. (2007).** *From financial exploitation to global banking instability: two overlooked roots of the subprime crisis*, mimeo.
- Kregel, J. (2008a).** *Minsky's cushions of safety: systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market*, The Levy Economics Institute, Public Policy Brief No. 93.
- _____ (2008b). *Changes in the U. S. financial system and the subprime crisis*, The Levy Economics Institute, Public Policy Brief No. 530.
- Mehrling, P. (1999).** The vision of Hyman Minsky, *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 39.
- Minsky, H. (1975).** *John Maynard Keynes*. N. York: Columbia University Press.
- _____ (1982). Can “it” happen again? Essays on instability and finance, New York: M. E. Sharpe.
- _____ (1994). Integração financeira e política monetária, *Economia e Sociedade*, Campinas, (3): p. 21-36, dez. 1994.