

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

INSTABILIDADE FINANCEIRA
Financiamento dos Agentes e Os Ciclos Econômicos

THAIS HOUANG DAHER

CAMPINAS
JULHO DE 2011

THAIS HOUANG DAHER

INSTABILIDADE FINANCEIRA
Financiamento dos Agentes e Os Ciclos Econômicos

Trabalho de Conclusão de Curso de Graduação apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Professora-Doutora Maryse Farhi

CAMPINAS
JULHO DE 2011

THAIS HOUANG DAHER

INSTABILIDADE FINANCEIRA
Financiamento dos Agentes e Os Ciclos Econômicos

Este exemplar corresponde à redação final do Trabalho de Conclusão de Curso de Graduação defendido por Thais Daher e aprovado pela Banca Examinadora em: 05 / 07 / 2011.

BANCA EXAMINADORA:

Profª Drª Daniela Magalhães Prates

Profª Drª Maryse Farhi

CAMPINAS
JULHO DE 2011

AGRADECIMENTOS

A toda minha família, principalmente aos meus pais, meu irmão e meus avós por todo apoio e carinho que sempre recebi.

Aos meus amigos, pelo incentivo, conselhos e todos os momentos que passamos juntos.

A todos os professores do Instituto de Economia por tudo que aprendi e, principalmente à professora Maryse Farhi, por sua atenção, comentários e sugestões, que contribuíram para que o caminho desta monografia fosse percorrido da melhor maneira possível e à professora Daniela Prates por ter aceitado o convite para participar da Banca Examinadora desta monografia.

RESUMO

Esta Monografia tem o propósito de discutir o papel do financiamento dos agentes nos períodos de estabilidade e instabilidade das economias capitalistas. A partir do estudo da teoria da Instabilidade Financeira desenvolvida por Minsky busca-se apresentar a sua importância na análise do funcionamento da economia capitalista contemporânea e sua efetividade para compreender a crise financeira global. A partir da análise de diferentes indicadores no período entre crises – o estouro da bolha tecnológica em 2000 e a crise financeira global em 2007 – busca-se compreender os motivadores dos períodos de expansão e contração da economia americana.

PALAVRAS-CHAVE: Economia americana; Instabilidade Financeira; Endividamento; Crise Financeira Global.

ABSTRACT

This monography is intended to discuss the role of the agents' financing both on stability and instability periods of capitalist economies. From the study of the Minsky's Financial Instability theory it seeks to provide its importance in the analysis of the modern capitalist economy and its effectiveness to understand the global financial crisis. From the analysis of different indicators in the period between crises - the bursting of the tech bubble in 2000 and the global financial crisis in 2007 – it seeks to understand the drivers of the periods of expansion and contraction of the U.S. economy.

KEYWORDS: U.S. Economy; Financial Instability; Debt; Global Financial Crisis.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	8
1. A HIPÓTESE DE INSTABILIDADE FINANCEIRA	9
1.1. A INSTABILIDADE DAS ECONOMIAS CAPITALISTAS.....	9
1.2. O SISTEMA FINANCEIRO CONTEMPORÂNEO	12
1.3. A CRISE FINANCEIRA GLOBAL SOB A ÓTICA DA INST. FINANCEIRA	14
2. A ECONOMIA DOS ESTADOS UNIDOS ENTRE 2000 E 2010.....	16
2.1. O GOVERNO E O FED.....	17
2.2. SETOR FINANCEIRO.....	20
2.3. EMPRESAS	24
2.4. FAMÍLIAS.....	25
2.4.1. HIPOTECAS	27
2.4.2. CRÉDITO AO CONSUMIDOR	30
3. CONSIDERAÇÕES FINAIS	33
4. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	35

INTRODUÇÃO

A partir do estudo da Teoria da Instabilidade Financeira e da análise de indicadores econômicos, este trabalho busca discutir o papel do financiamento dos agentes nos períodos de estabilidade e instabilidade das economias capitalistas tendo em vista principalmente a crise financeira global.

No primeiro capítulo será feito um estudo teórico buscando, a partir da visão de Minsky sobre Instabilidade Financeira, explicar como se dão os ciclos econômicos e a alternância de períodos de estabilidade e crescimento e instabilidade. Posteriormente, será analisada a efetividade da teoria no capitalismo contemporâneo e, finalmente, a partir de análises teóricas anteriores e posteriores à atual crise, busca-se mostrar como o debate teórico sobre instabilidade pode ser aplicado à crise financeira global.

No segundo capítulo, a partir de dados econômicos do período de 2000 a 2010 nos Estados Unidos, tem-se o intuito de avaliar empiricamente a importância do papel que o financiamento exerce no funcionamento da economia e qual a sua efetividade na busca por elevar a liquidez do mercado e o crescimento da economia. Será feito um estudo do endividamento da economia americana como um todo, além da análise do papel do governo e do Fed e estudo dos diferentes setores: setor financeiro, empresas e famílias.

1. A Hipótese de Instabilidade Financeira

Este capítulo busca apresentar a teoria da Hipótese de Instabilidade Financeira (HIF), apresentada por Minsky (1982), demonstrar a sua importância no estudo da economia capitalista contemporânea e, finalmente, sua efetividade na análise da crise financeira global.

Na primeira parte será visto que as economias capitalistas têm tendência inerente à instabilidade. Os períodos de estabilidade motivam os agentes a assumir comportamentos de risco alimentando a fragilidade.

Na segunda parte é feita uma análise sobre o capitalismo contemporâneo. É possível, assim, perceber a efetividade da teoria em economias cada vez mais desregulamentadas, com uma variedade de inovações financeiras e em um mercado globalizado.

Finalmente será mostrado que a análise da HIF sob uma ótica do capitalismo regido pelas finanças pode ser aplicada para explicar a crise financeira global. As inovações financeiras e a desregulamentação do mercado foram fundamentais para elevar o risco das transações financeiras e gerar instabilidade. As proporções da crise foram ainda maiores devido à globalização e à interligação das economias do mundo inteiro. Uma crise inicialmente localizada no segmento de menores garantias do crédito imobiliário se espalhou pelos diversos setores, e em diversos países.

1.1. A INSTABILIDADE DAS ECONOMIAS CAPITALISTAS

A Hipótese de Instabilidade Financeira (HIF) desenvolvida por Minsky (1992) parte da teoria de que a dinâmica do sistema capitalista tem uma tendência inerente para promover a fragilidade. A estabilidade incentiva os comportamentos de risco e,

em última análise, a partir deste comportamento arriscado, se desenvolve uma crise. Desta forma, a estabilidade é desestabilizante.

A HIF relaciona o comportamento cíclico e inerentemente instável das economias capitalistas ao crescente endividamento sistêmico dos agentes, em função da necessidade que estes têm de financiar seus investimentos. As alterações referentes às posturas financeiras assumidas por eles têm fundamental importância no movimento cíclico da economia.

Minsky, bem como parte significativa dos economistas da tradição teórica keynesiana, discordava da tese presente na síntese neoclássica de que o crédito é financiado pelas poupanças existente e, portanto, poupança e crédito não precedem o investimento. Segundo ele, o crédito é criado num contexto de busca por lucros e, dessa forma, a alavancagem e o investimento precedem a poupança e forçam com que ela financie a sua expansão. Assim, o processo de criação de crédito ditado pela busca ao lucro motiva a instabilidade e, conseqüentemente, o setor financeiro, que é inerentemente instável, causa instabilidade nos outros setores da economia.

A economia é permanentemente sujeita às variações endógenas devido à volatilidade do investimento e, portanto, é através dele que se explicam as variações na renda, emprego e crescimento da economia. A Hipótese de Instabilidade Financeira, assim, está relacionada a uma economia capitalista que apresenta um sistema financeiro complexo e alterna períodos de estabilidade e de instabilidade.

Os bancos comerciais apresentam grande importância nessa teoria, sendo considerados como um desestabilizador endógeno: na busca por lucratividade, eles elevam seu passivo nos períodos de expansão econômica e, conseqüentemente reduzem suas margens de segurança. É importante ressaltar que, durante o período de expansão, o alto grau de confiança dos agentes permite uma taxa crescente de alavancagem da economia que tende a se elevar, tornando possível o aumento do consumo e investimento. Isto explica o enorme potencial de realimentação dos processos de formação de bolhas. O inerente risco de colapso do sistema provém do fato que essas expectativas otimistas podem ser frustradas

por fatores exógenos, como uma mudança no ciclo de negócios, deixando os agentes mais alavancados em situação de vulnerabilidade.

Na teoria desenvolvida por Minsky, as firmas têm três fontes possíveis para financiar a sua aquisição de ativos de capital: recursos líquidos disponíveis que a empresa tem em seu portfólio e que não serão necessários para suas transações correntes; os fluxos de lucros gerados e os recursos externos, obtidos junto a bancos ou outros intermediários financeiros, ou junto ao mercado de capitais pela emissão de ações, debêntures ou outros títulos negociáveis.

Minsky relaciona três possíveis posições dos agentes econômicos na obtenção desses recursos externos: hedge, especulativa Ponzi. Um agente apresenta estrutura hedge quando a sua renda, ou o lucro bruto, esperado de seus ativos de capital é mais do que suficiente para cobrir todos os seus compromissos financeiros.

A postura especulativa apresenta-se no momento em que tanto credores, quanto devedores, têm uma expectativa positiva em relação aos riscos. Neste momento, os compromissos financeiros tornam-se maiores que o lucro bruto em alguns períodos. As estruturas especulativas de maior grau de fragilidade ocorrem quando os projetos de investimento apresentam prazo mais longo do que as dívidas, gerando a necessidade de refinanciamento. Neste momento a fragilidade relaciona-se com a possibilidade de elevação das taxas de juros, levando ao crescimento dos passivos.

A estrutura financeira Ponzi apresenta-se no limite. Neste momento é necessário aumentar o endividamento para pagar os compromissos financeiros assumidos, já que a renda esperada não é suficiente sequer para cobrir o serviço da dívida. Os agentes que apresentam postura especulativa ou Ponzi são frágeis, pois são dependentes do mercado financeiro para refinar suas dívidas, havendo a possibilidade de aumento das inadimplências.

Uma elevação nas taxas de juros pode inviabilizar o refinanciamento de grandes projetos de investimento em andamento, bem como a demanda por novos créditos. Essa elevação nas taxas de juros será resultante tanto da inelasticidade da

oferta de crédito, em função da limitação de reservas do sistema, como da própria percepção dos credores de que é necessário compensar o risco crescente. A emergência da instabilidade financeira ocorre quando há um grande número de devedores em situação Ponzi e que não conseguem refinar suas dívidas.

A instabilidade que surge nas economias capitalistas, portanto, está associada a um alto grau de fragilidade financeira. Essa maior fragilidade é gerada nas fases ascendentes do ciclo econômico, nas quais as expectativas dos investidores e de seus financiadores quanto ao futuro são crescentemente favoráveis, e seus riscos subestimados. O cenário é de um maior nível de endividamento sistêmico, com piora na sua qualidade.

1.2. O SISTEMA FINANCEIRO CONTEMPORÂNEO

O sistema financeiro atual apresenta grande complexidade tendo em vista a globalização, a desregulamentação financeira e as inovações. A teoria de Minsky está baseada em uma economia com o crédito bancário como a base do seu sistema de financiamento. Atualmente, entretanto, uma das principais características do sistema financeiro é a crescente emissão de títulos negociáveis no mercado – de dívida ou de propriedade (DEOS, 1997).

A partir do novo cenário institucional do sistema financeiro, há a transição de uma economia onde predomina a obtenção de recursos através de endividamento bancário, para outra, onde os recursos são crescentemente obtidos no mercado de capitais, processo impropriamente denominado “desintermediação bancária”, apesar de os bancos continuarem tendo um papel significativo no processo. O capitalismo dirigido pelas finanças disseminou a sua lógica inexorável do mercado caracterizado pela ausência de regulamentação e voltado para a maximização do valor dos acionistas (GUTTMANN, 2008).

As finanças foram transformadas por diversos fatores, como desregulamentação, globalização e informatização. Os sistemas financeiros deixaram de ser controlados e organizados em âmbito nacional e centrados em bancos comerciais, tornando-se um sistema auto-regulamentado e centrado em conglomerados bancários, devido principalmente ao crescimento das inovações. Essas últimas proporcionam ao sistema de crédito uma maior flexibilidade, mas também incentivam as bolhas de ativos, subestimação de riscos e alavancagem excessiva.

O desenvolvimento de inovações nos últimos anos, associadas à intensa informatização do mercado, permitiu acelerar o volume de transações com prazos cada vez mais curtos. Os mecanismos de regulamentação financeira acabam não sendo suficientes para evitar o aparecimento de fragilidade durante os períodos de expansão, dado o aumento do risco assumido pelos agentes (WRAY, 2006).

A inovação financeira diz respeito em boa parte à implementação de acordos contratuais, que atendem às necessidades de financiamento e/ou de gestão de portfólio de devedores, credores e intermediários financeiros que unem os dois lados. As inovações mais importantes das últimas três décadas foram capazes de driblar as restrições de regulamentação vigentes, que no processo terminaram enfraquecidas a ponto de não apresentarem o desempenho esperado.

A desregulamentação permitiu que os bancos se expandissem para novas áreas geográficas e ampliassem as opções de serviços que ofereciam. As principais instituições financeiras do mundo tornaram-se imensos conglomerados e combinam diversas funções financeiras (operações bancárias comerciais, operações bancárias de investimento, gestão de fundos e seguros).

Além da presença no mercado internacional dos principais bancos multinacionais, a globalização financeira também inclui portfólios globais diversificados de fundos (mútuos, de pensão e hedge), conexões transnacionais de intercâmbios de valores mobiliários, o surgimento de mercados de capitais internacionais e aumentos de fluxos de capital internacionais (GUTTMANN, 2008).

1.3. A CRISE FINANCEIRA GLOBAL SOB A ÓTICA DA INSTABILIDADE FINANCEIRA

A crise financeira global revelou falhas estruturais profundas na arquitetura institucional de contratos, fundos e mercados que compõe o atual sistema financeiro desregulamentado, diferenciando-se das anteriores por partir do centro da economia internacional, em vez de surgir de algum ponto da periferia.

A dinâmica cíclica do capitalismo está relacionada ao comportamento do investimento, que por sua vez está diretamente ligado ao nível de confiança dos agentes, alterada por uma variação das expectativas. O crescimento econômico, o aumento na liquidez do mercado e a expansão de inovações financeiras nos anos anteriores à atual crise resultaram em aumento do financiamento dos agentes sem a devida análise dos riscos implicados e que propiciaram um crescimento da economia global (KASMAN, 2009).

Através da união de diferentes inovações financeiras, foi possível, ao mesmo tempo, aumentar e ocultar o risco envolvido nas transações. Além disso, a especulação presente nos mercados levou o preço dos ativos financeiros a aumentar, ampliando artificialmente a riqueza financeira em taxas mais elevadas do que o crescimento da produção (BRESSER-PEREIRA, 2010). Neste contexto, os bancos comerciais – sujeitos à regulação - usaram o *shadow banking system*, ou sistema bancário paralelo, desenvolvido para retirar os riscos de crédito de seus balanços patrimoniais. Esse processo foi feito através dos derivativos de crédito e dos “produtos estruturados” - combinação entre um título representativo de um crédito, como debêntures, bônus, títulos de crédito negociáveis, hipotecas, dívida de cartão de crédito etc., e o conjunto dos derivativos financeiros (CINTRA & FARHI, 2008).

As inovações financeiras tiveram grande importância na geração de instabilidade (LIMA & MATHIAS, 2009). Os derivativos de crédito multiplicaram os riscos e geraram perdas para diversos agentes além de levar a uma incerteza em relação aos detentores de títulos atrelados a estes empréstimos, que foram impactados diretamente pelo aumento na inadimplência (GOLDFAJN, 2007). Sem ter o conhecimento da real situação dos balanços de instituições financeiras e

empresas, o mercado passou a sofrer uma crise de confiança, causando desvalorização de ativos e redução de liquidez (inclusive interbancária), dificultando o financiamento dos agentes econômicos.

O aumento de inadimplência de empréstimos de alto risco levou à explosão da bolha imobiliária e evoluiu de fenômeno localizado para uma crise mundial, dados a globalização econômica e ao uso de novos instrumentos financeiros, como a securitização de ativos – que distribui o risco dos empréstimos pelos mais diversos setores e em diferentes países. A interdependência e integração dos mercados financeiros facilitam as crises de contágio e o que começou como um problema local, ligado apenas a uma parcela de agentes, contaminou o sistema bancário e a economia mundial, culminando em uma crise de grandes proporções em 2008.

Como já foi colocado na primeira parte deste capítulo, Minsky argumentava que a estabilidade é desestabilizadora: a dinâmica do sistema capitalista tem tendência inerente à instabilidade, já que ela encoraja o comportamento de risco que acaba por resultar em uma crise. O papel de instituições econômicas é fundamental para a reversão do ciclo e as mudanças implementadas podem gerar estabilidade por certo período. Entretanto, a instabilidade tende a reaparecer dada a contínua busca dos agentes por ganhos e a impossibilidade de uma total regulamentação sobre as inovações financeiras.

2. A Economia dos Estados Unidos entre 2000 e 2010

Neste capítulo será feita uma análise do comportamento da economia norte americana na última década, desde 2000 até 2010. Com isso busca-se mostrar as variações nos diferentes indicadores nos períodos de expansão e contração da economia.

Na primeira parte deste capítulo será analisado como se comportaram os indicadores de PIB (Produto Interno Bruto) e taxa básica de juros. Desta forma, é possível analisar se as intervenções feitas pelo Federal Reserve (Fed) nas taxas de juros conseguiram evitar as contrações da economia, principalmente através do estudo das variações do PIB em relação ao período anterior.

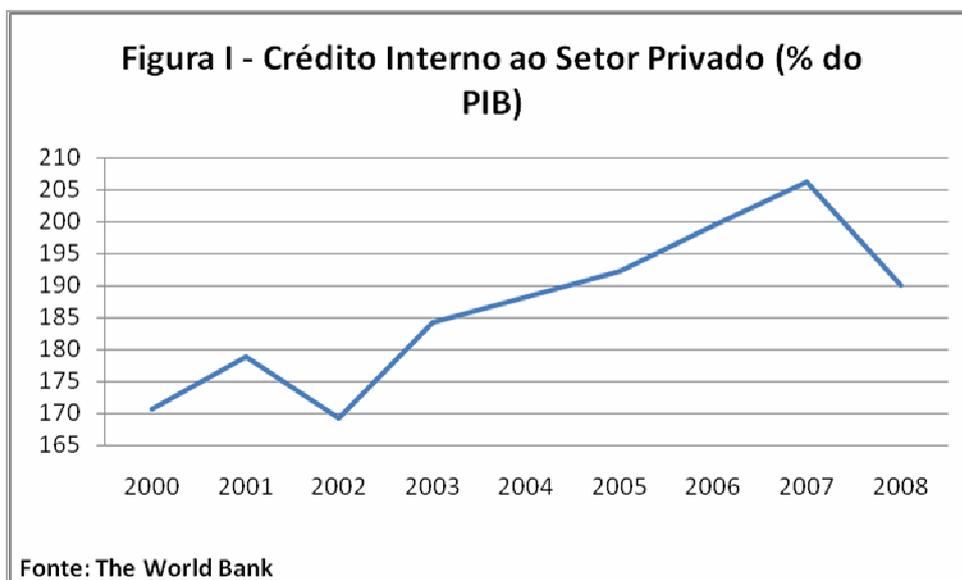
Na segunda parte, serão analisados o endividamento do setor financeiro e as transações interbancárias. Com isso será possível identificar se houve uma retração, não só no endividamento do setor financeiro, quanto nos empréstimos entre bancos comerciais nos períodos de crise, o que seria motivado pela queda na confiança dos agentes e/ou pela falta de recursos.

Na terceira parte será feita uma análise sobre a alavancagem das empresas. Será possível identificar as fontes de financiamento do setor produtivo e as peculiaridades do movimento nos períodos de contração econômica.

Já na última parte, será estudado o comportamento do crédito ao consumidor final – as famílias. Será feita uma análise do crédito ao consumidor e dos empréstimos imobiliários e das taxas de juros pagas.

A análise do período de 2000 a 2010 foi feita por englobar dois períodos de retração da economia: o estouro da bolha tecnológica em 2000 e o ápice da crise do financeira global em 2008. Além disso, é possível analisar o comportamento do Fed para reverter os dois cenários – com redução das taxas de juros em ambos os períodos.

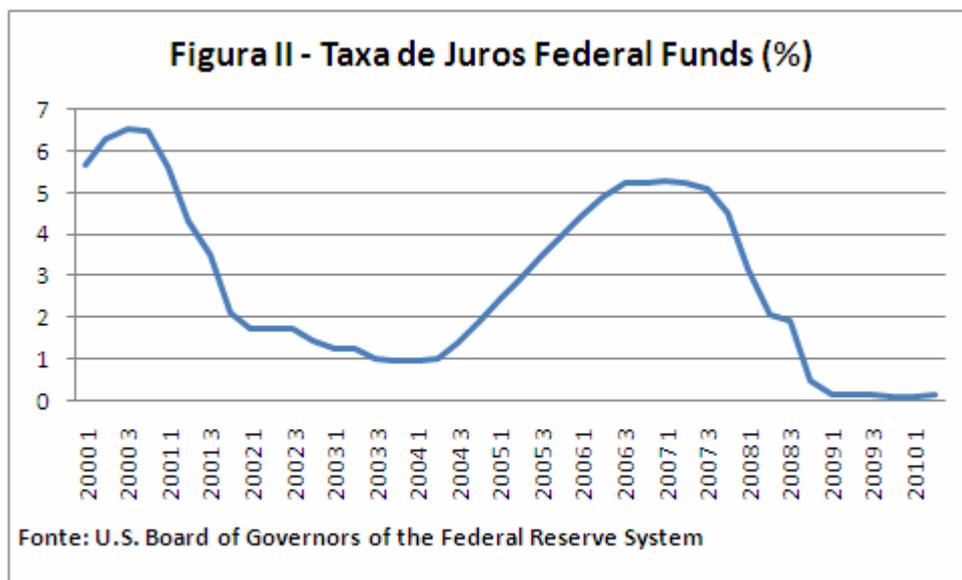
A Figura I apresenta a taxa de crédito interno ao setor privado em função do PIB. Nos últimos dez anos a taxa de endividamento esteve entre 170% e 205% do PIB (nível máximo atingido em meados de 2007). Desta forma, é possível perceber que a economia americana, como um todo, apresenta uma alta taxa de alavancagem. O que será mostrado neste capítulo é que esta situação tornou-se possível devido às baixas taxas de juros, inovações financeiras, desregulamentação e com o crédito sendo disponibilizado às famílias indiscriminadamente.



2.1. O GOVERNO E O FEDERAL RESERVE (FED)

As operações de open market envolvem a compra e venda de títulos do Tesouro dos Estados Unidos, bem como de agências federais. Essa é o principal instrumento do governo para executar políticas monetárias. Os objetivos de curto prazo na implementação dessas operações são determinados pela Federal Open Market Committee (FOMC). O objetivo pode ser uma quantidade desejada de reservas ou um preço desejado, a taxa de juros dos fundos federais (federal funds rate – Figura II). Essa taxa de juros de curtíssimo prazo afeta as condições

monetárias e financeiras que, por sua vez, influenciam o emprego, a produção e o nível geral dos preços (EDWARDS, 1997).



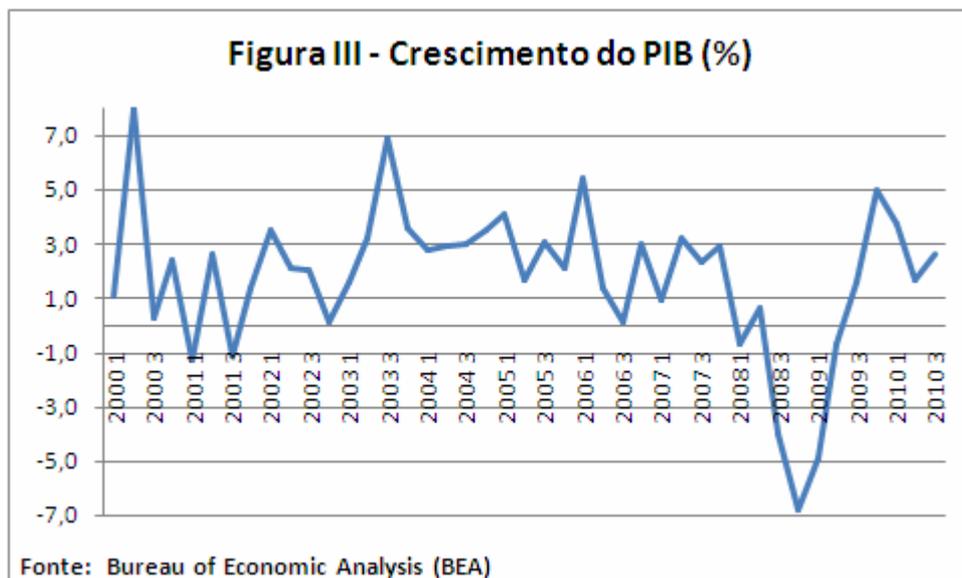
Na última década a política monetária implementada nos Estado Unidos interveio de forma relevante no crescimento da economia. Em 2000 o Fed executou uma política monetária expansionista com o objetivo de reverter a retração na economia causada pelo estouro da bolha “ponto com”, pelas revelações de falcatruas contábeis em grandes empresas americanas de capital aberto, seguidos pelo impacto na economia dos atentados de setembro de 2001.

A redução das taxas de juros desde o terceiro trimestre de 2000 até o segundo trimestre de 2004 (que pode ser visto na figura II), incentivou fortemente a demanda por crédito hipotecário, levando à expansão do mercado imobiliário até 2006 (figura XI).

A expansão do crédito foi possível com uma nova forma de operações financeiras adotada pelos bancos e conhecida como “originate and distribute”. Os empréstimos concedidos são repassados na forma de títulos e com isso, o risco do crédito é transferido aos detentores destes (BRESSER-PEREIRA, 2009). O crédito,

liberado sem cuidado e análise de riscos levou a um crescimento de ativos securitizados lastreados nestes empréstimos. Por terem sido demandados por instituições financeiras de muitos países e, por serem considerados seguros e com bom rendimento, espalhou-se o risco em escala global.

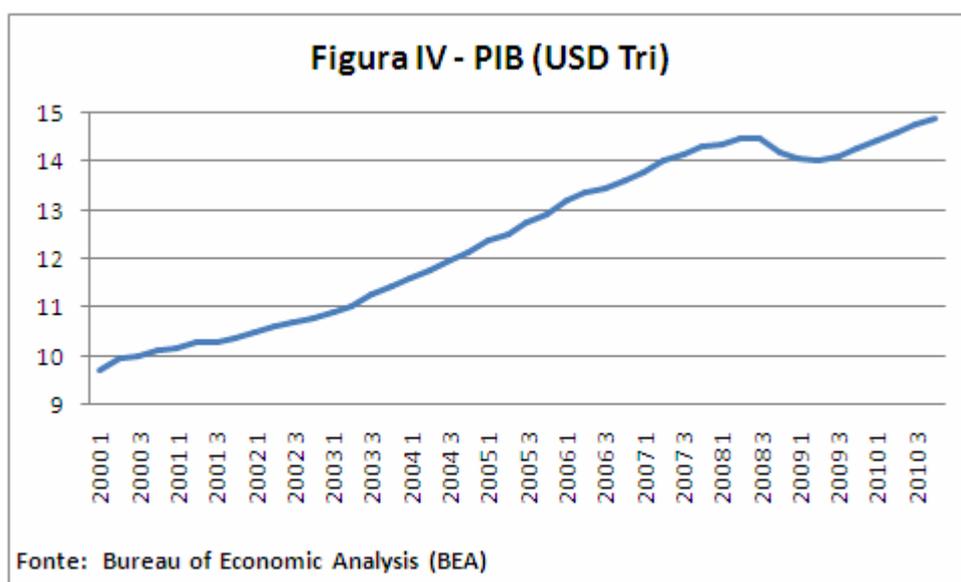
A ampla liquidez existente gerou uma forte onda de valorização dos ativos imobiliários tornando-se uma bolha especulativa. Em agosto de 2007, teve início a crise imobiliária no segmento subprime (de alto risco). Isso levou a um aumento da aversão ao risco no mercado financeiro internacional e uma conseqüente deterioração das condições de crédito. Através da figura III é possível perceber que a variação do crescimento do PIB (Produto Interno Bruto) no terceiro trimestre de 2008 e primeiro trimestre de 2009 foi negativa com uma redução do PIB chegando a aproximadamente 6,5% em relação ao período anterior, o que evidencia uma recessão.



É importante destacar que, inicialmente o Fed não considerava que a crise chegaria a tais proporções, acreditando que afetaria apenas o setor imobiliário e que não se espalharia pelos outros segmentos da economia. Assim, na sua visão

inicial, o impacto da crise do subprime no mercado financeiro e na economia norte-americana como um todo seria bastante limitado.

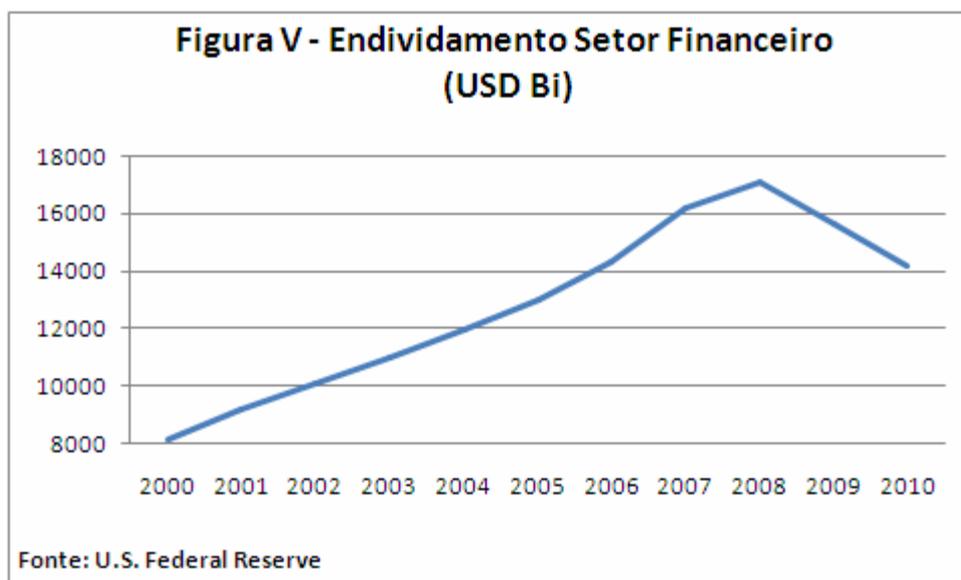
Entre o terceiro trimestre de 2007 e o primeiro trimestre de 2009 o Fed reduziu a taxa de juros de forma significativa, em aproximadamente cinco pontos percentuais (Figura II) e chegando a praticamente zero. Além disso, foi criado um plano pelas principais economias desenvolvidas para realizar injeções de liquidez nos mercados de crédito e para garantir os depósitos bancários e a possibilidade da compra de ações de instituições financeiras privadas. Como é possível perceber pela Figura IV, o PIB norte-americano respondeu às intervenções e apresentou retomada de crescimento positivo após o primeiro trimestre de 2009 e, no final de 2010 estava próximo de US\$15 USD trilhões.



2.2. SETOR FINANCEIRO

Como vimos no primeiro capítulo, o setor financeiro desenvolveu, nos últimos anos, instrumentos para elevar seus ganhos financeiros através de operações com riscos cada vez maiores, culminando em uma crise iniciada em 2007. O

endividamento desse setor foi crescente entre 2000 e 2008, mas sofreu uma grande queda após o estouro da crise (Figura V). Esta queda tem se prolongado, em parte devido a uma maior regulamentação sobre os balanços das instituições e também em função da necessidade das instituições de se "desalavancarem", num contexto de queda no nível de confiança de todo o mercado.



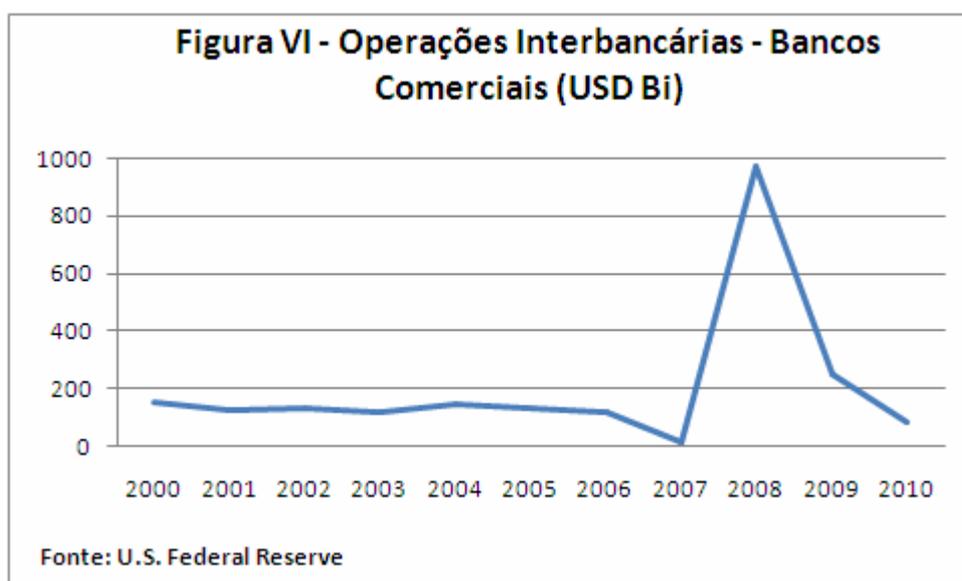
A Figura VI apresenta o volume de transações interbancárias de bancos comerciais. É possível perceber que as transações se mantiveram em torno de US\$ 100 bilhões entre 2000 e 2008. A partir do primeiro trimestre de 2008 houve um boom chegando-se a quase US\$ 1 trilhão, seguido de rápida reversão após a falência do Lehman Brothers. A intensidade e curta duração deste aumento de volume tendem a indicar que ele esteve relacionado às elevadas injeções de liquidez do Fed, na tentativa de prevenir o congelamento das negociações entre as instituições.

Após outubro de 2008, o Fed passou a intervir de uma forma diferente com a aprovação pelo Congresso do TARP (*Troubled Asset Relief Program*), o que explica a brusca queda do volume nas negociações interbancárias. Através do programa, as agências federais de regulamentação incentivaram as instituições financeiras a

utilizarem o *Treasury Department's Capital Purchase Program* e o *Federal Deposit Insurance Corporation's Temporary Liquidity Guarantee Program* na busca de estabilizar o mercado, elevar a resistência das instituições financeiras e elevar a liquidez do mercado.

Os mercados interbancários são fortemente influenciados por alterações nos níveis de confiança do mercado e pelo nível de liquidez das instituições e, após o terceiro trimestre de 2008, as taxas de juros começaram a subir, indicando que os grandes bancos estavam temerosos em realizar empréstimos de curto prazo entre si (HENNESSEY, K.; HOLTZ-EAKIN, D. & THOMAZ, B., 2011).

Em Março de 2008 a iminente falência do Bear Stearns, o quinto maior banco de investimento dos EUA, fez com que o Fed estendesse uma linha de crédito de cerca de US\$ 30 bilhões ao JP Morgan Chase para a aquisição, em uma tentativa de minimizar o contágio, mas a intervenção não foi suficiente para retomar o nível de confiança dos agentes. A incerteza sobre a situação financeira dos outros bancos fez com que a aversão ao risco continuasse e que após o fim das transações envolvendo o Fed, o volume do interbancário voltasse a se reduzir continuamente.



No final de 2008 os problemas de liquidez estenderam-se às agências garantidas pelo governo norte-americano (*government sponsored enterprises*) – Fannie Mae e Freddie Mac. As autoridades americanas optaram por assumir o controle das duas instituições. Em relação ao Lehman Brothers, o quarto maior banco de investimento americano, após o anúncio de um prejuízo de US\$ 3,9 bilhões no terceiro trimestre de 2008 e à recusa do governo em fornecer respaldo financeiro a uma possível operação de compra da instituição, este entrou com um pedido de concordata na Corte de Falências de Nova York.

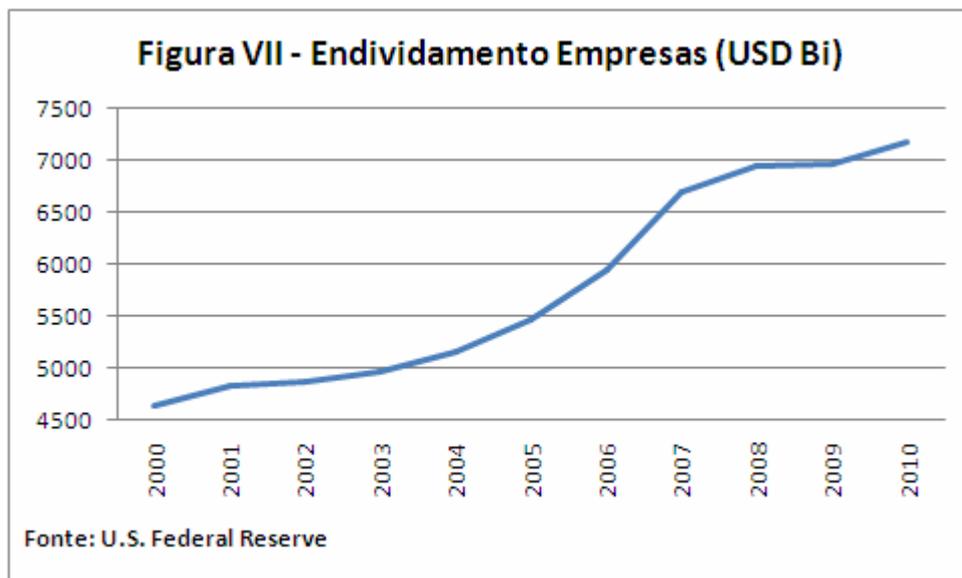
A decisão das autoridades americanas de não prover apoio financeiro ao Lehman Brothers agravou profundamente a crise, gerando uma crise de contágio nos mercados globais. Bancos e empresas, mesmo possuindo balanços saudáveis, passaram a ter amplas dificuldades na obtenção de novos recursos e linhas de crédito de curto prazo. Cresceram as preocupações e desconfianças com relação à solvência do sistema bancário norte-americano e das demais economias desenvolvidas e seus impactos recessivos sobre a economia.

O governo americano mudou sua postura no final de 2008, pouco após a falência do Lehman Brothers, e concedeu empréstimos à seguradora AIG, em função de suas necessidades de liquidez e às implicações que uma possível falência geraria no sistema financeiro. A AIG é uma organização de seguros, que também presta serviços financeiros e mantém relações de crédito e *securities* com grandes bancos comerciais e de investimento. Entre outras posições em ativos financeiros, a AIG era uma das maiores vendedoras de proteção nos mercados de derivativos de crédito. A crise levou a forte aumento na percepção de risco de crédito, elevando fortemente os preços nesse mercado e levando a AIG a se aproximar da falência.

Também houve incentivo, por parte do governo, nas aquisições do banco de investimentos Merrill Lynch pelo Bank of America e do Washington Mutual pelo JP Morgan. Essas ações não foram suficientes para reduzir por completo a incerteza entre as instituições, mas a queda do volume de transações interbancárias entre os bancos comerciais atenuou-se e, a partir do primeiro trimestre de 2010, o crédito interbancário voltou a crescer (Figura VI).

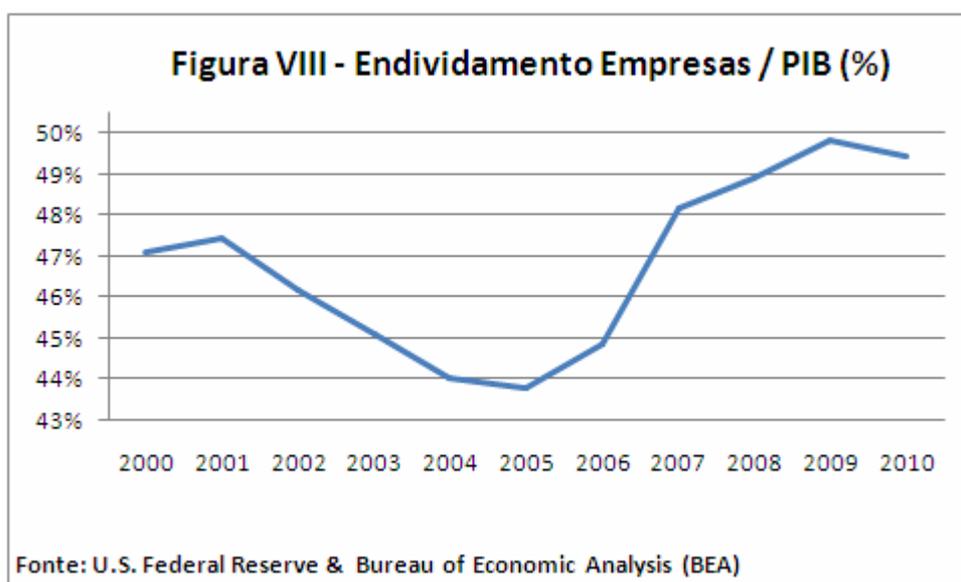
2.3. EMPRESAS

Nas últimas décadas o mercado de capitais se expandiu e passou a integrar as estratégias das empresas para sua expansão (CAGNIN, R. & CINTRA, M., 2007a). Os investimentos de longo prazo como fusões e aquisições, crescimento de portfólio e aumento de planta produtiva foram financiados através de emissões de títulos de dívida e ações por parte das grandes empresas. Já o crédito para investimentos de curto prazo manteve-se com endividamento através, principalmente, de empréstimos bancários. É possível perceber que este endividamento foi crescente durante praticamente todo o período analisado (Figura VII), sofrendo pequena queda apenas entre 2008 e 2009 devido às restrições ao crédito e à crise de confiança, mas em nenhum período ultrapassou 50% do PIB, o que representa um endividamento relativo menor do que os outros setores (Figura VIII).



No período que precede o estouro da bolha “ponto com”, o preço das ações das empresas manteve-se em elevado crescimento, pautado em aumento da produtividade a partir de inovações tecnológicas e no crescimento do consumo.

Principalmente em relação à NASDAQ, o preço das ações refletiam muito mais do que apenas a relação preço-lucro dessas companhias, mas também ativos intangíveis – como novos produtos virtuais (CAGNIN, R. & CINTRA, M., 2007b). O estouro da bolha tecnológica ocorreu quando os mercados perceberam que os preços das ações dessas empresas eram injustificáveis. Após o estouro da bolha e o fim da euforia, surgiram diversos escândalos envolvendo problemas nos balanços das empresas que motivaram a redução relativa do crédito às empresas.

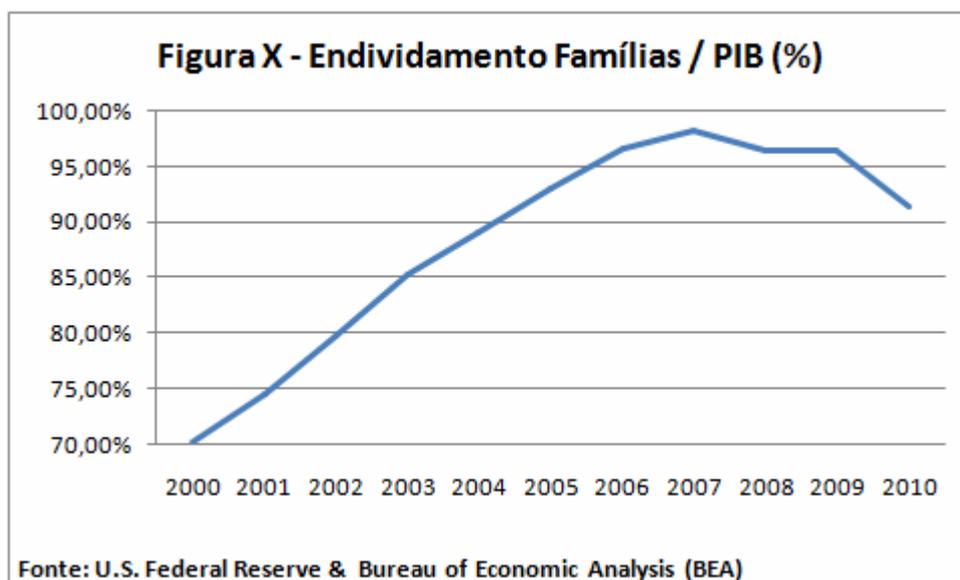
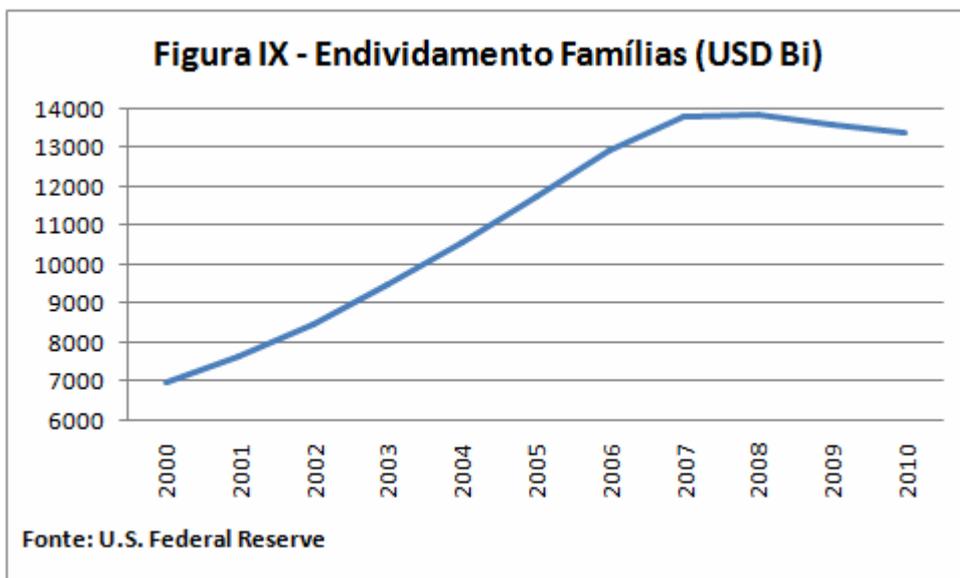


2.4. FAMÍLIAS

Esta seção analisa as duas principais formas de alavancagem das famílias: as hipotecas e o crédito ao consumidor.

O crédito total concedido às famílias cresceu entre 2000 e 2007, atingindo níveis próximos a 14 trilhões de dólares (Figura IX) e a relação endividamento / PIB passou de 70% para quase 100% (Figura X). Dessa forma é possível perceber que o crescimento econômico dos anos anteriores à crise financeira global foram acompanhados por um crescimento em maior proporção do crédito. Durante e após o auge da crise, apesar de a economia americana dar sinais de recuperação, o

crédito às famílias ainda não voltou aos níveis que antecederam a crise. Isso se deve, em parte, a uma maior preferência pela liquidez dos bancos e, em parte, ao fato que as famílias, atingidas pelo desemprego, também tiveram de reduzir seu endividamento.



2.4.1. HIPOTECAS

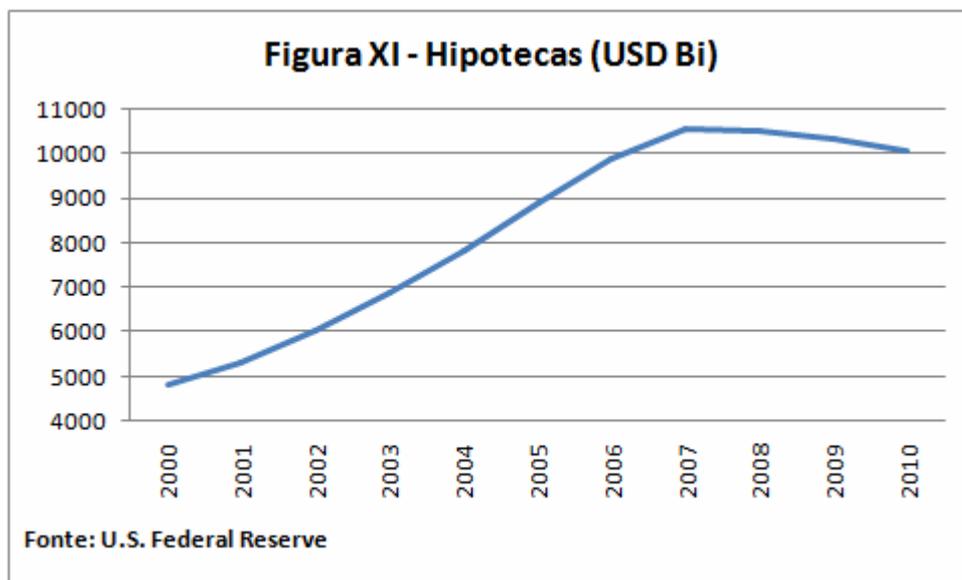
As hipotecas são muito comuns nos Estados Unidos e apresentam certo risco. Os imóveis hipotecados são a única garantia que o credor tem se não houver o pagamento do empréstimo. Desta forma, durante a crise, muitas hipotecas não foram pagas, pois não havia interesse dos devedores em manter seus empréstimos dado a desvalorização dos imóveis. Com isso o volume ofertado de imóveis na maioria dos estados fez com que seu preço caísse ainda mais.

Uma particularidade do mercado hipotecário nos Estados Unidos são as *equity extraction*. A flexibilidade do mercado permite aos proprietários realizarem ganhos de capital, e antecipar ganhos de capital que se espera obter no futuro, mediante os chamados *refinancing cash-outs* e *home equity loans*. Os ganhos de capital são possíveis mediante a venda a novos proprietários por um valor superior ao valor de aquisição. O *refinancing cash-outs* ocorre com a contratação de uma nova hipoteca, num valor superior do débito anterior, já amortizado em parte, ou referente a um valor de mercado inferior ao atual. O contratante do *refinancing cash-out* embolsa a diferença e a utiliza para outras despesas, pagando juros mais baixos que o cobrado em outros tipos de crédito ao consumidor. Já o *home equity loans* são empréstimos adicionais tomados pelo proprietário da casa hipotecada. O empréstimo é garantido pelo imóvel e em geral é remunerado por juros flutuantes, que têm por referência os retornos de títulos do Tesouro (SILVA, 2005).

Greenspan (2005) afirmou que as operações de *equity extraction* seriam responsáveis por parte substancial do aumento na dívida hipotecária. Além disso, também concluiu que segundo dados pesquisados, aproximadamente um quarto ou, até mesmo, um terço do valor de *home equity loans* e *refinancing cash-outs* financia diretamente o gasto com consumo.

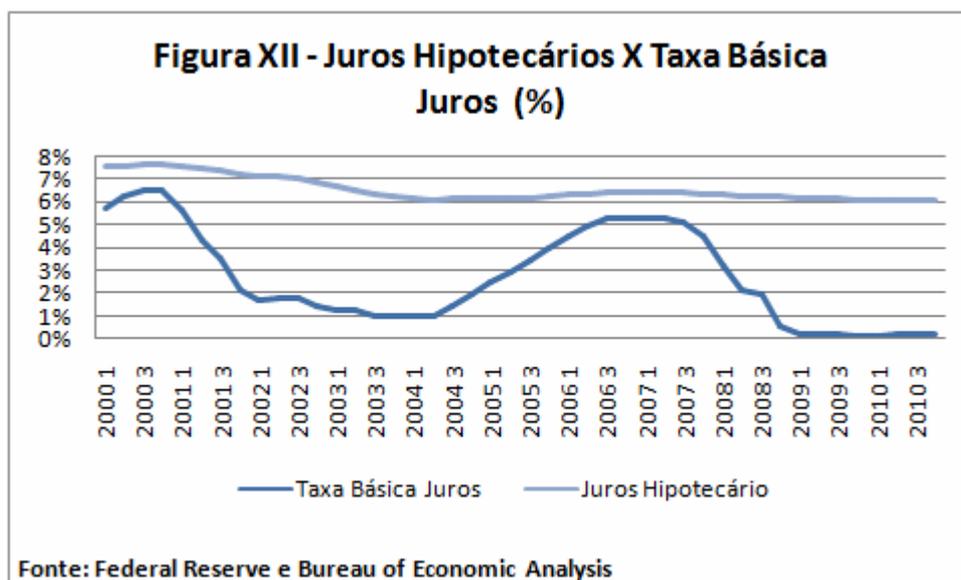
A figura XI apresenta o total de empréstimos imobiliários. Percebe-se que houve um crescimento contínuo entre 2000 e o final de 2006, fortemente influenciado pela valorização dos preços dos imóveis, facilidades em contrair essa

forma de crédito e o vasto uso de hipotecas pelas famílias para financiar seu consumo.



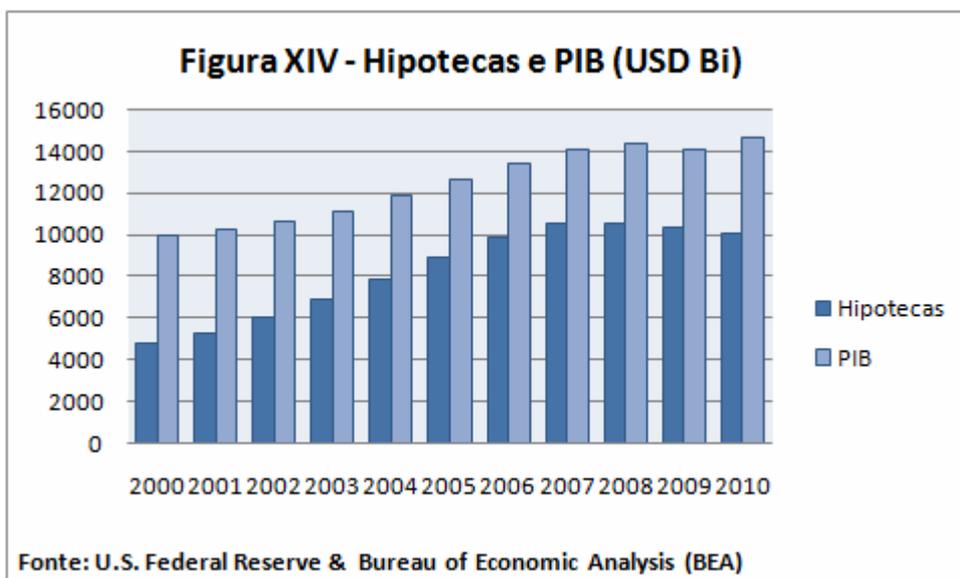
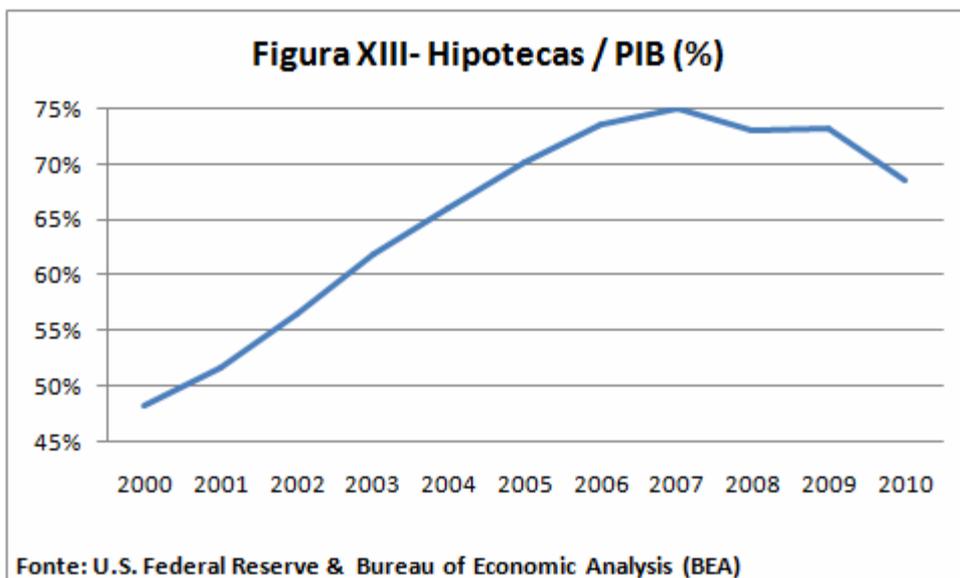
Em 2007 o volume de hipotecas passou a sofrer queda, que se manteve até 2010. Apesar de haver um aumento do crédito imobiliário para refinanciamento de dívidas, como resultado das baixas taxas de juros, os empréstimos para compras de casas continuaram decrescendo motivados pelas reduções nos preços dos imóveis.

O aumento no refinanciamento aparece como mais tênue do que em outros períodos, em que a taxa de juros das hipotecas também diminuiu acentuadamente. Os maiores motivadores desse movimento derivam de vários fatores, dentre eles a situação econômica desfavorável e o fato de muitas famílias apresentarem patrimônio líquido baixo ou negativo. A Figura XII evidencia que os juros hipotecários cresceram entre 2004 e o terceiro trimestre de 2007, mas passaram a decrescer a partir do terceiro trimestre de 2008. É importante ressaltar que, apesar desta queda, o diferencial entre a taxa de juros hipotecários e a taxa básica de juros ampliou-se fortemente após permanecerem em níveis próximos, assinalando a baixa disposição dos bancos em conceder novos créditos.



A queda nos empréstimos para compra de casas poderia ser ainda maior, se não fosse o crescimento na compra de casas por compradores que estavam adquirindo o seu primeiro imóvel. Não foram apenas as taxas de juros historicamente baixas e os preços dos imóveis caindo, mas também um crédito federal e o fato que não precisavam se desfazer de outra casa para adquirir a nova num período de economia com baixo crescimento. (AVERY; BHUTTA; BREVOORT & CANNER, 2009).

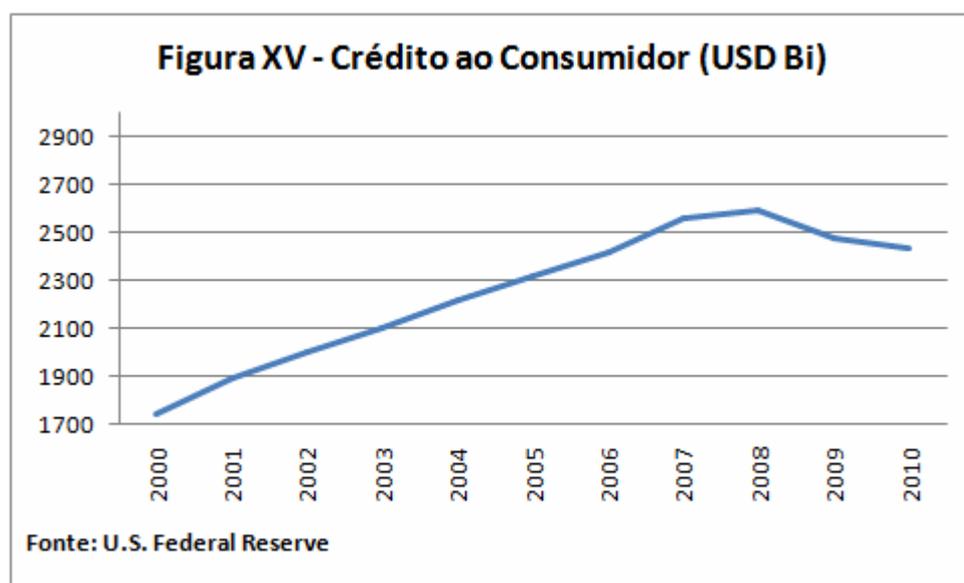
A figura XIII apresenta a relação entre os empréstimos imobiliários em função do PIB e a figura XIV, o volume dos empréstimos imobiliários e do PIB. Percebe-se que há uma variação muito grande da relação entre hipotecas e PIB e que o seu crescimento foi elevado no período. Os movimentos do PIB e das hipotecas variam de forma similar, indicando uma relação entre as duas variáveis. Um motivo para isso é, como já demonstrado, o uso de *equity loans* e refinancing *cash-outs* para o consumo.



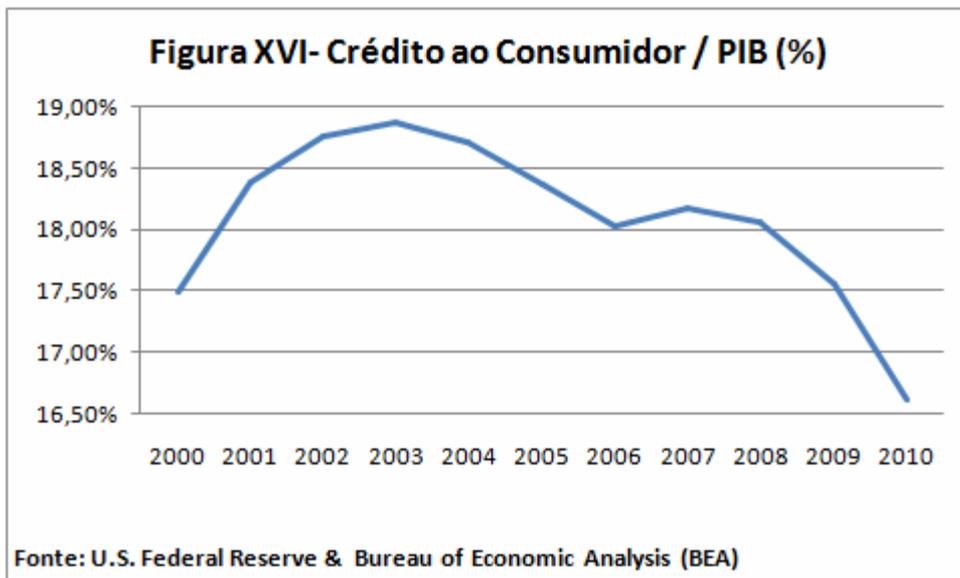
2.4.2. CRÉDITO AO CONSUMIDOR

As famílias também contraem crédito diretamente, através do crédito ao consumidor. O consumo é fortemente influenciado pelo crédito, pois as famílias contraem dívidas para aquisição de diversos produtos, desde bens de consumo duráveis como bens de consumo não duráveis.

A Figura XV apresenta a variação do crédito ao consumidor no período de 2000 a 2010. É possível perceber que houve um crescimento contínuo entre 2000 e o início de 2008. A partir de 2008 houve uma redução devido, principalmente, às dificuldades de contrair novos empréstimos dado as restrições impostas pelas instituições financeiras, o nível de endividamento das famílias e a redução no consumo com o crescimento no desemprego.



A Figura XVI apresenta o volume do crédito ao consumidor em função do PIB. Apesar de ter variado, o crédito ao consumidor apresenta uma relação quase constante com o PIB – entre 16% e 19%. Uma explicação para isso é que grande parte do consumo das famílias é feito através de financiamentos e parcelamentos com cartão de crédito. Com a facilidade de se endividar, a população consome mais e esse crescimento na demanda por bens influencia na expansão da produção industrial. No momento em que há uma queda na facilidade de financiamento, o consumidor passa a reduzir sua cesta de consumo e a postergar a aquisição de bens de consumo duráveis, gerando um desaquecimento da economia.



3. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O capitalismo financeiro apresenta inovações financeiras, desregulamentação e expansão de mercados secundários. Num contexto de crescente concorrência entre as instituições financeiras, a busca por lucros se fundamenta na criação de novos instrumentos financeiros. Esses novos instrumentos foram fundamentais para aumentar, ocultar e espalhar os riscos entre os diversos setores da economia, não se restringindo apenas ao setor financeiro.

O estouro da bolha tecnológica em 2000 reduziu a euforia em relação, principalmente, às empresas de alta tecnologia e evidenciou que o crescimento do preço das ações não estava fundamentado em crescimento dos lucros e que havia falhas nos balanços contábeis. Isso gerou profundas perdas e fez com que o Fed injetasse liquidez no mercado. A redução das taxas de juros influenciou a elevação do endividamento do setor privado. Com os preços das residências valorizados e taxas de juros baixas houve uma elevação na concessão de hipotecas de alto risco (subprime). O risco dessas hipotecas era transferido em escala global através de títulos securitizados e de derivativos de crédito.

Com a queda nos preços das residências muitas famílias deixaram de pagar suas dívidas, tendo apenas que devolver os imóveis. O aumento de inadimplência de empréstimos de alto risco levou à explosão da bolha imobiliária. Essa explosão acarretou em uma forte deflação de ativos porque as inovações financeiras tinham multiplicado e distribuído os riscos. Os diversos setores da econômicos foram afetados, culminando em uma crise de grandes proporções em escala mundial, devido à globalização financeira.

No que concerne o crescimento americano, ele reduziu-se fortemente acompanhando a queda do endividamento do setor privado, o que resultou em falências e aumento do desemprego. As perdas só não foram maiores, pois Fed e o Tesouro americano intervieram com sucessivas injeções de liquidez em instituições bancárias e não-bancárias – salvo no caso do Lehman Brothers – e conseguiram

evitar uma piora na crise de confiança e com a redução das taxas de juros para incentivar o setor produtivo.

Podemos perceber que a economia americana apresenta seu crescimento baseado em um alto índice de endividamento do setor privado – que chegou a 205% do PIB em meados de 2007 - e a elevação do endividamento só foi possível a partir das inovações financeiras que, por sua vez, elevaram e espalharam os riscos das transações. Ou seja, a estabilidade dos períodos anteriores à crise financeira global incentivou o comportamento de risco e a criação de uma bolha.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AVERY, R.; BHUTTA, N.; BREVOORT, H & CANNER, G. The Mortgage Market in a Time of Low Interest Rates and Economic Distress. Disponível em <<http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2010/pdf/hmda2009.pdf>>. Acesso em 25/11/2010.

BELLUZZO, L. G. 1999. Finanças globais e ciclos de expansão. In: FIORI, J. L. (Org.). Estados e moedas no desenvolvimento das nações. Petrópolis, Vozes, p. 87-117.

BORÇA, G. & TORRES, E. Analisando a Crise do Subprime. In: Revista do BNDES. Rio de Janeiro, 2008

BRESSER-PEREIRA, L. C. A crise financeira global e depois: um novo capitalismo? In : Novos Estudos – CEBRAP n. 86, 2010

_____. Crise e Recuperação da Confiança . In: Revista de Economia Política n. 1, 2009.

CAGNIN, R. O sistema de financiamento residencial americano: de uma crise a outra. In: Fundap Grupo de Conjuntura, 2009.

CAGNIN, R. & CINTRA, M. Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas. In: Novos Estudos, 2007 a.

_____. Os ciclos de ativos, crédito e investimento da economia americana após 1982. In: Econômica v. 9, n. 2, 2007 b.

CAMPANERO, P; CABRERA, J & BARTOLOMÉ, I. Perspectivas econômicas 2009. In Economic Research from Santander Group. Madri, 2008

CANUTO, O. & LIMA, G. Desdobramentos da globalização financeira: regulação substantiva e procedimental. In: Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 76, 1999

CARNEIRO, R. Globalização e integração periférica. Textos para discussão IE/Unicamp n.126, 2007

CARVALHO, F. Entendendo a Recente Crise Financeira Global. In: Dossiê da Crise - Associação Keynesiana Brasileira, 2008.

CINTRA, M. & FARHI, M. A crise financeira e o global shadow banking system. In: Novos Estudos – CEBRAP n. 82, 2008

CINTRA, M; FARHI, M; FREITAS, M & PRATES, D. A Crise e os Desafios para a Nova Arquitetura Financeira Internacional In: Dossiê da Crise - Associação Keynesiana Brasileira, 2008

DEHOVE, M.; BOYER, R. & PLIHON, D. Propostas para uma melhor Regulamentação Financeira Nacional e Internacional. In: MENDONÇA, A. & ANDRADE, R. (Org.). Regulamentação Bancária e Dinâmica Financeira. Unicamp. Campinas, 2006

DEOS, S. A Contemporaneidade de Minsky. In: Dossiê da Crise - Associação Keynesiana Brasileira, 2008

_____. A Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky numa Economia de Mercado de Capitais. Tese (Mestrado em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, UFRGS, 1997.

DEOS, S & MENDONÇA, A. The crises in the financial regulation of the finance-led capitalism: a minskyan analysis. In: 11th Conference of the Association for Heterodox Economics. Londres, 2009

EDWARDS, C. Open Market Operations in the 1990's. In: <<http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/1997/199711lead.pdf>>, 2007. Acesso em: 15/11/2010

GOLDFAJN, I. Crise Internacional e Dança das Cadeiras. Disponível em: <<http://www.iepecdg.com.br/Arquivos/ArtigosIIan/070821crise%20internacional%20e%20a%20dan%e7a%20das%20cadeiras.pdf>>, 2007. Acesso em: 5/Novembro/2009

GRANT, J. Always the Same, Always Different. 18th Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the U.S. and World Economies 2009

GREENSPAN, A. Mortgage banking. Discurso para the American Bankers Association Annual Convention. Disponível em <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200509262/default.htm>>, 2005. Acesso em 30/Novembro/2010.

GUTTMANN, R. Uma Introdução ao Capitalismo Dirigido pelas Finaças (tradução: Hélio Mello Filho). Disponível em: <www.scielo.br/pdf/nec/n82/01.pdf>, 2008. Acesso em 20/Novembro/2009.

HENNESSEY, K.; HOLTZ-EAKIN, D. & THOMAZ, B. Causes of The Financial and Economic Crisis. In: The Financial Crisis Inquiry Report, 2011.

KASMAN, B. Unpleasant Arithmetic. 18th Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the U.S. and World Economies, 2009

LIMA, D & MATHIAS, J. Uma interpretação da crise Subprime segundo a abordagem de Hyman Minsky. Trabalho apresentado no II Encontro da Associação Keynesiana Brasileira – IE/Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2009

MINSKY, H. Can It Happen Again? Essays on Instability and Finance. Nova York: M. E. Sharp, 1982

_____. The Financial Intability Hypothesis. Working Paper nº 74, 1992

RATO, R. The World after the Crisis in the Credit Markets: Economic Outlook and Challenges. In Valencian Business Confederation, 2007

ROUBINI, N Are We at The Peak of a Minsky Credit Cycle?. Disponível em: Nouriel Roubini's Blog - <<http://www.rgemonitor.com>>, 2007 Acesso em: 30/outubro/2009

SCHNEIDERMAN, R. A Year of Financial Turmoil - A timeline of the most pivotal events in the financial crisis. Disponível em: <<http://www.nytimes.com>>, 2009 Acesso em: 5/novembro/2009

SILVA, C. M. Mais do mesmo em 2005: o zen e a reflexão econômica. In: Política Econômica em Foco n. 6, 2005.

WRAY, L. Basiléia II e a Estabilidade Financeira: Uma abordagem Mynskyana. In: MENDONÇA, A. & ANDRADE, R. (Org.). Regulamentação Bancária e Dinâmica Financeira. Unicamp. Campinas, 2006

_____. Financial Markets Meltdown: What Can We Learn from Minsky? (summary) In: 17th Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the U.S. and World Economies, 2008.