



**UNIVERSIDADE ANHEMBI MORUMBI
ÂNIMA EDUCAÇÃO**

**GEOVANA MIRANDA DO NASCIMENTO
JÉSSICA CARDOSO DE PAIVA
MARCUS VINÍCIUS DE PAULA PINHEIRO
RAPHAEL PAULINO NOSCHESI**

**A GRANDE DEPRESSÃO E OS PADRÕES ESTABELECIDOS PARA A CRISE DE
2008 SOB A ÓTICA DE MINSKY**

**SÃO PAULO
2022**

GEOVANA MIRANDA DO NASCIMENTO
JÉSSICA CARDOSO DE PAIVA
MARCUS VINÍCIUS DE PAULA PINHEIRO
RAPHAEL PAULINO NOSCHESI

**A GRANDE DEPRESSÃO E OS PADRÕES ESTABELECIDOS PARA A CRISE DE
2008 SOB A ÓTICA DE MINSKY**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas, da Universidade Anhembi Morumbi da Ânima Educação, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel.

Orientadora: Prof. Alessandra Cavalcante de Oliveira, Dra.

SÃO PAULO
2022

GEOVANA MIRANDA DO NASCIMENTO
JÉSSICA CARDOSO DE PAIVA
MARCUS VINÍCIUS DE PAULA PINHEIRO
RAPHAEL PAULINO NOSCHESE

**A GRANDE DEPRESSÃO E OS PADRÕES ESTABELECIDOS PARA A CRISE DE
2008 SOB A ÓTICA DE MINSKY**

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado à obtenção do título de Bacharel em Economia e aprovado em sua forma final pelo Curso de Ciências Econômicas, da Universidade Anhembi Morumbi da Ânima Educação.

São Paulo, 15 de dezembro de 2022.

Prof. e Orientadora Alessandra Cavalcante de Oliveira, Dra.
Universidade Anhembi Morumbi

Prof. Marcelo Balloti Monteiro, Dr.
Universidade Anhembi Morumbi

Prof. Pedro Vaz do Nascimento Almeida, Me.
Universidade Anhembi Morumbi

RESUMO

O propósito dessa pesquisa é analisar as duas maiores crises financeiras da história, que sofreram com perdas em 1929 e 2008, observando o cenário político e econômico nos anos que antecedem ambas as crises, assim como seu desenvolvimento e suas consequências. O objetivo principal da pesquisa é analisar o comportamento dos agentes em ambas as crises, buscando em sua origem semelhanças e diferenças, para que no futuro essa informação possa ser utilizada para prevenir ou mitigar futuros colapsos no sistema capitalista. Esse estudo será feito com um viés pós-keynesiano, através da ótica de Hyman Minsky, responsável pelo desenvolvimento da Hipótese da Instabilidade Financeira. O autor questiona a estabilidade do mercado devido ao comportamento dos agentes econômicos em momentos de estabilidade econômica, onde os agentes se tornam mais dispostos a se colocar em níveis mais elevados de endividamento, além de ser um momento de maior facilidade para a criação de inovações financeiras que podem causar instabilidade no mercado. A conclusão foi de que existem comportamentos que podem ser traçados e a complexidade que os agentes adquirem com o passar dos anos auxilia na mitigação das crises, contudo é inevitável que os sistemas saiam do ciclo de crescimento-crise econômica.

Palavras-chave: Crises. Financeira. Agentes. Econômicos.

ABSTRACT

The purpose of this research is to analyze the two biggest financial crisis off all time, that suffered with loses in 1929 and 2008, scanning the political and economic scenery in the years before both crisis, as well as its development and consequences. The main objective of this research is to analyze the behavior of the economic agents on both crisis, looking for similarities and differences on their earlier stages, so that this information can be used in the future to prevent or minimize future collapses in the capitalist system. This study will be done with a post-Keynesian approach, through the eyes of Hyman Minsky, developer of the Financial Instability Hypothesis. The author questioned the market stability due to the behavior of the economic agents in periods of economic stability, where it's easier to develop financial innovations that can bring instability to the market. Also, these agents became more willing to engage in more risk operations and put themselves in higher levels of debt. The conclusion was that there are behaviors that can be followed and the complexity aquired by the agents through the years helps with the mitigation of crises, however it's inevitable that the systems leave the economic growth-crises cycle.

Keywords: Crisis. Financial. Agents. Economic.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Emissões de CDO no período 2000 - 2006, em US\$ Bilhões	34
---	-----------

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Estoque de ouro nos países (percentual do estoque mundial)	24
---	-----------

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Cotação das ações na Bolsa de Nova York entre 1926 e 1938.	25
Figura 2: Índice de Preços de Imóveis - EUA	33

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CDO - *Collateralized Debt Obligation*

EUA - Estados Unidos da América

FED - *Federal Reserve Bank*

HIF - Hipótese da Instabilidade Financeira

IS-LM – *Investment Savings - Liquidity Preference-Money Supply*

LOLR - *Lender of Last Resort*

S&L - *Saving and loans associations*

SEC - *Securities and Exchange Commission*

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	10
2	A TEORIA DA INSTABILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY	12
2.1	VISÃO ECONÔMICA DE HYMAN. P. MINSKY	12
2.1.1	O legado keynesiano na teoria padrão da década de 1970.....	13
2.2	A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA.....	14
2.3	INOVAÇÕES FINANCEIRAS E UNIDADES ECONÔMICAS	15
2.3.1	<i>Hedge, especulativa e ponzi</i>.....	16
2.4	O SURGIMENTO DAS CRISES FINANCEIRAS ATRAVÉS DAS UNIDADES ECONÔMICAS DE MINSKY.....	18
3	DA CRISE DE 1929 À GRANDE DEPRESSÃO: ORIGEM E CONSEQUÊNCIAS. 20	
3.1	ANTECEDENTES DA CRISE: PERÍODO PÓS PRIMEIRA GUERRA MUNDIAL....	20
3.2	A ESPECULAÇÃO E A CRISE.....	22
3.3	A CRISE DE 1929 E SUAS CONSEQUÊNCIAS	25
4	A CRISE FINANCEIRA DE 2008: A BOLHA IMOBILIÁRIA	28
4.1	ANTECEDENTES DA CRISE: DESREGULAMENTAÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO.....	28
4.2	INOVAÇÕES FINANCEIRAS E SEU PAPEL NO AGRAVAMENTO DA CRISE	30
4.3	A CRISE DE 2008 E SUAS CONSEQUÊNCIAS	31
5	DA RECESSÃO AO CRESCIMENTO: ECONOMIA DE MINSKY.....	38
5.1	CENÁRIO DAS IDEIAS DE HYMAN MINSKY: DESENVOLVIMENTO E CONSTRUÇÃO.....	38
5.2	ECONOMIA EM CURSO: CRISE DE 29 E 2008 EM CHEQUE.....	41
5.3	TEORIAS DE MINSKY: FRUTOS AO FUTURO.....	43
6	CONCLUSÃO.....	45
7	REFERÊNCIAS.....	47

1 INTRODUÇÃO

Tentando entender como acontecem as crises financeiras, é possível identificar semelhanças e diferenças entre os cenários das crises de 1929 e 2008. As crises ocorrem após um período de estabilidade econômica, quando os agentes se empolgam com o presente e o futuro, tornando-se mais propensos ao risco. Mesmo com esses sinais de semelhanças, os agentes econômicos seguem uma metodologia com viés de alto risco, fazendo com que as empresas fiquem muito alavancadas, e levando a quebra de mercados e as crises de superprodução. Com base nas teorias pós-keynesianas, a pesquisa parte do seguinte questionamento: como o comportamento dos agentes econômicos se assemelham em ambas as crises, e quais os fatores para que elas se repitam?

Este trabalho irá abordar os períodos em que ocorreram as duas maiores crises financeiras já registradas na economia americana, em 1929 e 2008, analisando o cenário político e econômico, seu desenvolvimento, de que maneira elas começam a desestruturar um setor específico nos Estados Unidos, e em seguida comprometem todos os outros setores da economia, se espalhando para diversos outros países ao redor do mundo. Sob a ótica de Hyman Minsky, e com a ajuda de sua teoria da Hipótese da Instabilidade Financeira, será analisado o comportamento dos agentes financeiros, e a forma a qual eles se endividam de forma agressiva em tempos de estabilidade econômica.

A pesquisa foi feita utilizando o método qualitativo-comparativo, por ser uma pesquisa explicativa foi utilizado fontes bibliográficas, livros, monografias e dissertações para atingir os objetivos definidos. Dito isso, a divisão dos capítulos foi feita da seguinte forma

O Capítulo 1 apresentará a visão econômica de Hyman Minsky, sua teoria da Instabilidade Financeira e seus pensamentos pós keynesianos, comentando a discordância entre os economistas keynesianos e os monetaristas. Em seguida mostrará a contribuição de suas ideias para cenários econômicos, contendo as teorias desenvolvidas para explicar o direcionamento das crises.

O Capítulo 2 discorre os acontecimentos pós primeira guerra, com uma análise da situação econômica dos Estados Unidos e seu grande crescimento após o conflito. Seguindo com a prosperidade econômica, o capítulo também aborda a perda de confiança da população no mercado financeiro e a especulação sobre a quebra da bolsa de valores de Nova Iorque. Retrata também as consequências da Crise de 1929, a alta do desemprego, queda de produções até o desencadeamento da Grande Depressão.

O Capítulo 3 explicita a Crise Financeira de 2008, que por meio da desregulamentação financeira de 1980, inovações e a reestruturação do sistema financeiro, que permitiu aos bancos, empresas e famílias atingissem níveis altíssimos de endividamento, levando a crise. Em seguida, as consequências trazidas para os Estados Unidos e mundo, e como o pensamento liberal contribuiu para o agravamento da crise.

O Capítulo 4 irá trazer os pilares utilizados e as construções das teorias econômicas de Minsky, trazendo os passos importantes para a construção de suas ideias e seus conflitos com as análises econômicas da época. Repassa a crise de 1929, os seus pós e a Grande Recessão, finalizando o capítulo com os elementos que respondem o questionamento da reincidência de uma crise financeira.

2 A TEORIA DA INSTABILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY

Neste primeiro capítulo, iremos discorrer sobre a visão econômica de Minsky, destacando a forma como ele criou sua teoria de instabilidade financeira. A análise será feita através dos pensamentos de Minsky em comparação ao economista John Maynard Keynes, grande economista conhecido mundialmente por suas ideias e realizações. A partir das ideias de Keynes, serão destrinchados os pensamentos de Minsky quanto à instabilidade financeira, devido a forte influência do economista britânico à sua teoria. Será detalhada a teoria da instabilidade financeira na ótica de Minsky, pontuando os cenários econômicos propensos a conter instabilidade, suas unidades econômicas e como elas influenciam os ambientes de crise.

2.1 VISÃO ECONÔMICA DE HYMAN. P. MINSKY

É inegável a contribuição de Minsky para o entendimento das razões financeiras da instabilidade do investimento. Ainda que o autor não tenha desenvolvido sua teoria com base em modelos algébricos como forma de embasamento, além de aparentar baixa preocupação de forma explícita a fundamentar seus pressupostos sob teorias microeconômicas. (MARCATO, 2014).

A economia, segundo Minsky (1986), desempenha dois papéis: o de uma lente e o de um cego. Como lente, dá ênfase em problemas específicos, permitindo análises perante relações causais, porém se limitando a determinado conjunto de fenômenos. Por outro lado, como cego, estreita o campo de visão.

Para entender como Minsky analisou a instabilidade da economia, é necessário compreender os conselhos dos economistas perante as políticas econômicas. Tendo como base o fato de existir instabilidade, os economistas lastreiam-se em teorias que não podem explicar perguntas profundas sobre a instabilidade econômica. A teoria geral de Keynes é uma análise profunda da relação entre as forças financeiras – como por exemplo Wall Street – interagindo com a produção e o consumo, determinando o emprego, os juros e a moeda. (KEYNES, 1936).

A partir da teoria geral de Keynes, surge uma proposição de que, de tempos em tempos, uma economia capitalista será caracterizada pelo pleno desemprego. A síntese neoclássica cava na mesma direção, embora que de forma mais profunda, adotando uma economia capitalista mais sofisticada – que segundo Minsky (1986), seria o tipo de economia em que vivemos hoje – onde seria inerentemente instável, seria ignorada. A síntese neoclássica dizia que a política fiscal e monetária, ambas medidas políticas, poderiam eliminar o desemprego, a partir de forças

auto corretoras instaladas em mercados descentralizados que colocariam a economia em pleno emprego.

Diante destes fatos, à luz do comportamento da economia desde a década de 1960, para o economista, qualquer análise econômica considerada relevante necessitaria abordar três pontos importantes:

O modo em que o mecanismo de mercado dominante alcançaria coerência em determinados produtos e preços, como era determinada a trajetória das rendas, preços e produtos, e por fim, qual seria o motivo desta coerência falhar de períodos em períodos, ou seja, o fato da economia ser sucessível a ameaças, se não de fato que aconteçam, a profundas depressões. (MINSKY, 1986, p. 111 – 112,).

A análise feita por Minsky (1986) é sustentada pela visão geral de que, embora o mecanismo de mercado seja um dispositivo bom para a tomada de decisões sociais sobre questões sem importância, como o comprimento de saias ou os sabores de sorvetes, ele não pode ser um referencial para questões importantes como a distribuição de renda, a manutenção da estabilidade econômica, o desenvolvimento de capital da economia e a educação e treinamento aos jovens.

2.1.1 O legado keynesiano na teoria padrão da década de 1970

No período da década de 1970, havia uma discordância entre os economistas keynesianos e os monetaristas. Os monetaristas enfatizavam que as mudanças na oferta da moeda desestabilizaram a economia, enquanto os keynesianos defendiam que as variáveis fiscais poderiam ser usadas para a desestabilização econômica. Ambas as escolas seguiam a ideia de que o ciclo econômico poderia ser removido do mundo capitalista, além de repudiar qualquer força que pudessem desequilibrar o sistema que levem a ciclos de negócios. Nenhum deles estava de fato preocupado com a possibilidade de haver falhas graves em uma economia de mercado, em que há a existência de usos financeiros sofisticados e o uso da propriedade privada. Assim, a visão de que a dinâmica presente do capitalismo leva a ciclos econômicos que poderiam ser totalmente destrutivos não era reconhecida à sua teoria econômica. (MINSKY, 1986).

Entretanto, a teoria econômica em comum de ambas as escolas é a síntese neoclássica. Sustentada por Keynes em 1936, rompeu com a teoria econômica governante da época, e contava com correntes de pensamentos derivadas de Leon Walras, economista do século XIX que tinha aparatos derivados de Keynes. No que diz respeito à compreensão de Keynes pelos

economistas que aconselhavam políticas e seus “patronos” políticos, a revolução keynesiana ainda estava por vir. Elementos keynesianos ignorados na síntese neoclássica tratam da precificação dos ativos de capital e das propriedades especiais das economias com instituições financeiras capitalistas. Esses elementos poderiam servir de base para uma nova teoria econômica, que fosse alternativa ao padrão do período, para obter maior relevância na formulação de políticas econômicas. (MINSKY, 1986).

É fato que, estas partes “esquecidas” do sistema neoclássico, levaram a uma teoria que trouxe a instabilidade financeira, que acabou ganhando evidência na década de 1960, uma consequência normal das relações que refletem atributos essenciais de uma economia capitalista. (MINSKY, 1986).

2.2 A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA

A Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) de Hyman P. Minsky acabou sofrendo variações ao longo do tempo, porém foi embasada em algumas proposições citadas pelo autor em 1994, dentre elas (MARCATO,2014):

- a) uma economia capitalista que opera sem restrições e possua um sistema financeiro sofisticado, complexo e em constante evolução – compreendido pela economia de “Wall Street” – que altere entre períodos de estabilidade e períodos de turbulência (ainda que a situação inicial seja de estabilidade);
- b) estes comportamentos econômicos são endógenos às economias capitalistas;
- c) estes momentos de turbulência podem surgir em forma de bolhas especulativas, inflações interativas ou deflação de débitos inter-relacionadas;
- d) estas formas são apresentadas por movimentos próprios, e serão concluídas através de uma série de restrições – que podem ser realizadas por instituições ou práticas, por intervenções políticas que alterem a estrutura institucional ou por propriedades de auto-organização dos mercados, a fim de conduzir a estabilidade;
- e) o período que se segue tende a ser marcado por baixos níveis de atividade econômica;
- f) é possível ver uma retomada da expansão econômica, dada pela busca de interesses próprios dos agentes econômicos, levando à especulação e à baixa inflação.

Minsky (1986) considerou a possibilidade do fato catalisador de uma crise financeira ser um evento exógeno, todavia, este evento exógeno não estaria enquadrado, de acordo com a teoria neoclássica, seria um choque exógeno. Desta forma, o autor destaca que a instabilidade seria inerente ao sistema capitalista, e por conta disso, essa incerteza tenderia a se ampliar, demandando das instituições e das políticas econômicas o volante para redirecionar a instabilidade a estabilidade. (MARCATO, 2014).

A HIF pode ser observada tanto por aspectos empíricos (baseados na experiência e na observação), quanto em aspectos teóricos. Ao começar pelo lado teórico, Minsky constrói uma linha entre uma situação econômica estável para outra completamente frágil e instável através de um período de ausência de dificuldades financeiras sérias. Este período traz euforia à economia, onde há um aumento do financiamento a curto prazo que se torna corriqueiro. Desta forma, as estruturas de passivo das entidades econômicas que atuam como intermediárias (como os bancos) se alteram, assumindo mais passivos devido à euforia econômica. Minsky enxerga estes momentos de euforia como parte do processo endógeno, onde há uma linha cronológica que não pode ser dissociada, visto que estão ligadas pelas relações financeiras, além dos bens de capital e da força de trabalho. (MINSKY, 1986) (MARCATO, 2014).

2.3 INOVAÇÕES FINANCEIRAS E UNIDADES ECONÔMICAS

No âmbito nas práticas financeiras, é notado um ponto crucial em relação a instabilidade financeira, que seriam as inovações financeiras através da busca incessante por lucro, adotada pelos agentes econômicos, em especial os bancos. Estes, por meio de novas táticas de aumentar o retorno de seus ativos e/ou reduzir o custo de seus passivos, adotariam novos instrumentos de investimentos e captação de recursos, novos modelos de contratos e até mesmo a inserção de novas instituições. Contudo, isso acarretaria alguns excessos neste processo, visto que a partir da busca por maiores margens de lucros, os agentes econômicos estariam alterando a situação econômica para um estado mais próximo de uma crise financeira. Cada uma dessas inovações financeiras traz como consequência um aumento na demanda por estes novos ativos financeiros, dos quais há uma valorização de seu preço, aumentando também o preço das demandas por investimento atual e isso resultaria no aumento do financiamento disponível para investimento. (MARCATO, 2014).

2.3.1 *Hedge, especulativa e ponzi*

De acordo com Minsky, o sistema financeiro seria determinado centralmente pelo lucro. Através de uma sistemática própria, o autor relaciona as obrigações financeiras a instabilidade financeira, acentuando a relação do fluxo de caixa dos agentes econômicos (como as empresas) e cumprimento dos compromissos de pagamentos de endividamento (títulos que financiam as dívidas das empresas em função de algum investimento). Dependendo da forma que é estabelecida a relação entre os fluxos de caixa futuros e os compromissos financeiros, as unidades econômicas podem ser denominadas por *hedge*, especulativa e *ponzi*. (MINSKY, 1986).

Em outras palavras, o sistema financeiro seria considerado frágil ou não a partir de seu tamanho e da força de suas margens de segurança. Essa instabilidade financeira seria atribuída através da deterioração dos balanços das diversas unidades financeiras em momentos de boom, surgindo em momentos de expansão econômica. (SUMMA, 2005).

A unidade econômica *hedge* seria aquela em que a renda esperada oriunda da utilização dos ativos financeiros seria maior do que os passivos financeiros em todos os períodos. Ou seja, estas unidades seriam capazes de honrar, através de seu fluxo de renda, todos os pagamentos de passivos (tanto o principal quanto o pagamento dos juros), além das obrigações operacionais. Esta ação se dá através do endividamento dos investidores em busca de lucro, através do investimento em ativos financeiros e de capital, dos quais o retorno esperado é superior aos custos do passivo pré-estabelecidos. Neste caso, os investidores encontram-se em posição de *hedge* por não necessitarem de novos financiamentos para regularizarem suas dívidas. No setor público, é possível identificar essa posição através dos resultados de fluxo de caixa e orçamentários. Este ocorre quando toda a arrecadação é suficiente para arcar com os gastos correntes e os gastos financeiros, sem a necessidade do endividamento público e nem a necessidade de refinanciamentos da dívida (MINSKY, 1992) (TERRA; FERRARI; FILHO, 2011).

Uma unidade econômica será considerada como especulativa quando seus compromissos financeiros são maiores do que os valores esperados como renda para determinados períodos, ainda que o valor presente dos compromissos de pagamento seja de longo prazo. Estas unidades almejam um fluxo de renda superior ao rendimento dos juros, porém será necessário o refinanciamento para o cumprimento do saldo principal. Esta unidade econômica apresenta vulnerabilidade no aumento da taxa de juros, onde o valor do refinanciamento pode ser equiparado ou até mesmo ultrapassar o lucro oriundo deste

investimento. Na visão do setor público, essa unidade é vista com frequência, em que as receitas são suficientes apenas para arcar com os gastos correntes, mas não para a dívida pública, pois somente os superávits nos gastos correntes não trazem margem de segurança. Isso implica na necessidade de captar recursos no mercado financeiro, para que esta dívida possa ser postergada, porém é necessário que a administração pública amplie sua capacidade de receitas, ou seja, para que possa arcar tanto com as despesas correntes quanto o financiamento de sua dívida. (MINSKY, 1992) (TERRA; FERRARI FILHO, 2011).

E por fim, a unidade econômica será considerada como *ponzi* quando o fluxo de caixa esperada será inferior ao necessário para o cumprimento do serviço da dívida, necessitando de financiamentos para arcar com o compromisso de suas obrigações. Neste caso, os agentes econômicos esperam que o valor presente de suas receitas líquidas seja maior do que seu deveres de cumprimento no futuro. Os investidores que se encontram nesta posição não conseguem, através de seu fluxo de caixa ou ativos em seu domínio, ao menos regularizar os juros da dívida, de modo que necessariamente serão feitos outros empréstimos para liquidação da dívida já existente. Isso acarreta o crescimento da dívida, que tende a ser insustentável ao decorrer do tempo, visto que novas dívidas são geradas em detrimento de outras, sem um aumento da capacidade de captação de fluxo de caixa. Em análise ao setor público, a situação é semelhante, visto que a condição financeira não permite o pagamento dos gastos correntes, impedindo a amortização da dívida pública e o pagamento dos juros aos financiadores. Como não há margem de segurança, essa situação torna-se ainda mais vulnerável, criando o potencial de afetar negativamente a produção nacional, visto a deslocação dos recursos do setor privado para o financiamento da máquina pública, impedindo novos investimentos produtivos e reduzindo o crescimento, ou seja, a arrecadação do setor público. (MINSKY, 1992) (TERRA; FERRARI FILHO, 2011).

Tanto a unidade especulativa quanto a unidade *ponzi* necessitam de empréstimos adicionais para o cumprimento de seus compromissos. Todavia, o montante demandado pela unidade especulativa é relativamente menor do que sua dívida presente, enquanto o montante demandado pela unidade *ponzi* apenas amplia as suas dívidas. (MINSKY, 1992).

De modo geral, pode ocorrer a transição da posição de *hedge* para especulativa, da especulativa para *ponzi* a partir da depreciação das finanças públicas, ou através da desaceleração da atividade econômica, atrelada a redução dos investimentos privados em detrimento do financiamento da dívida pública, reduzindo a receita pública e agravando a situação.

2.4 O SURGIMENTO DAS CRISES FINANCEIRAS ATRAVÉS DAS UNIDADES ECONÔMICAS DE MINSKY

O avanço das unidades econômicas de Minsky, representadas pelo aumento do lucro das instituições financeiras, seria o precursor para a geração de uma crise financeira, devido ao aumento das expectativas e a execução de movimentos financeiros mais arriscados. (ANDRADE, 2009).

Pela euforia, no momento de crescimento econômico as empresas e famílias adquirem dívidas, porém são capazes de honrá-las, ainda que sejam elevadas por conta da valorização dos ativos. Isso se dá devido ao aumento na disponibilização de crédito por parte das instituições financeiras, por conta do sentimento de estabilidade. Esta sensação de estabilidade traz consigo o início de ações pouco cautelosas, expondo o ambiente capitalista a uma maior possibilidade de fragilidade financeira. (GZVITAUSKI, 2015).

Conforme as dívidas não são honradas, acontece o fenômeno conhecido por “Momento Minsky”, onde há uma maior insolvência por parte das instituições financeiras, combinadas com a iliquidez do mercado de crédito por conta do superendividamento dos agentes econômicos, ocorre uma reavaliação das expectativas do mercado. É exatamente neste momento em que se gera um sentimento de pânico no mercado, a busca incessante pela venda dos ativos, aumentando a oferta por ativos e conseqüentemente reduzindo drasticamente seu valor. (GZVITAUSKI, 2015).

Este momento é considerado um momento crucial, pois é nele onde ocorre uma alteração na expectativa dos agentes econômicos, de um cenário extremamente otimista para um cenário de dificuldades econômicas e extremamente pessimista, devido a iliquidez do mercado.

Segundo Minsky (1982), conforme o ciclo ocorre, é formada uma bolha devido a percepção do mercado quanto ao alto endividamento dos agentes econômicos, levando há uma queda na confiança na capacidade de honrar as dívidas por parte dos devedores destas posições. Com isso, a percepção de risco por parte dos agentes se altera, de modo que, devido a magnitude da aversão ao risco, as operações negociadas no mercado são passíveis de paralização.

Todo esse cenário aumenta a propensão para o fenômeno conhecido por “financial distress” (LUNARDI; BILK; JUNIOR, 2018), ou, dificuldade financeira. Este fenômeno ocorre quando as receitas não atendem ou asseguram o pagamento das obrigações financeiras dos agentes ou das instituições financeiras. Quando um cenário é caracterizado por diversas unidades financeiras incapazes de honrar estas obrigações, é qualificada uma crise financeira. Esta crise pode ser de curta ou longa duração, e sua magnitude será caracterizada conforme a

fragilidade da economia ao longo do crescimento, afetando as unidades menores e, por consequência, reduzindo drasticamente as entradas reais e esperadas das demais unidades financeiras, devido a insolvência destas unidades que serão empurradas para uma zona insustentável, necessitando a declaração de falência. (GZVITAUSKI, 2015).

No próximo capítulo será abordada a crise de 1929 em termos históricos, através de suas causas e consequências, fatores que de certa forma antecederam a crise iniciada nos Estados Unidos, analisando o ambiente econômico da época e como a economia americana alternou de uma economia forte e em extremo crescimento, a uma economia de especulação imobiliária e a quebra de sua bolsa de valores.

3 DA CRISE DE 1929 À GRANDE DEPRESSÃO: ORIGEM E CONSEQUÊNCIAS

Neste segundo capítulo, iremos decorrer-se-á a crise de 1929, trazendo acontecimentos que antecedem a crise, sua especulação e suas consequências para a economia americana. Dividido em três partes, o capítulo parte dos acontecimentos pós primeira guerra, em que será visto a situação econômica da Europa e dos Estados Unidos após o conflito, as industrializações e os créditos concedidos pelo setor financeiro privando estadunidense. Na segunda parte, será tratado sobre o grande crescimento da economia americana, e sua prosperidade, seguida pela grande especulação do mercado acionário e pelo *crash* da bolsa de valores. Finalizando com a terceira parte do capítulo, serão analisadas as consequências que a crise de 1929 deixou na economia americana, a queda das produções, o desemprego e até mesmo o desencadeamento da Grande Depressão.

3.1 ANTECEDENTES DA CRISE: PERÍODO PÓS PRIMEIRA GUERRA MUNDIAL

Para entender melhor sobre como ocorreu em 1929 com a quebra da bolsa de valores de Nova Iorque, é preciso compreender o período antecedente que tem como palco à Primeira Guerra Mundial. Com uma Europa ainda querendo cumprir seu papel de poder frente ao resto do mundo, mas sem forças, danificada, com a economia quebrada, inflação altíssima, e a perda de centenas de milhares de pessoas da população, não havia como exercer essa influência, o que acabou abrindo margens para que os Estados Unidos da América, que saem da guerra extremamente fortalecidos politicamente, economicamente e militarmente, assumissem essa posição (KENNEDY, 1987).

Em 1913, Inglaterra, Alemanha e França exportavam juntas mais de 60,0% dos bens manufaturados do mundo. Com o advento da Guerra, essa porção caiu quase 50,0%, e os Estados Unidos junto do Japão passa a dominar os mercados de manufaturas mundiais, inclusive para fornecer bens aos países europeus devastados após a Guerra (GAZIER, 2014; KENNEDY, 1987).

A situação da Alemanha no pós guerra, com a criação da República de Weimar, que vai existir de 1918 a 1933, mostra que apesar de não haver muitos resquícios de destruição colaterais do conflito em seu território, com área industrial pouco afetada se comparada com as do território francês, em tese essa sobrevivência industrial da Alemanha seria o suficiente para se reerguer mais rapidamente dos danos causados pela guerra. Contudo, em 1919, ocorre a assinatura do Tratado de Versalhes que impõem a Alemanha uma série de restrições territoriais,

militares, coloniais, e principalmente uma dívida que fica pendente com países como a França e a Bélgica; todas essas restrições acabam dificultando a recuperação acelerada prevista pelos Alemães, bem como abre espaços para o crescimento dos Estados Unidos que sai fortalecido da guerra (BELLOTTI, 2019).

O Tratado de Versalhes trará para Alemanha uma alta na inflação, e com isso, em 1922, ocorre a declaração de moratória¹ da Alemanha, o que acaba sendo economicamente desastroso pois o país declara que não consegue pagar as suas dívidas, e isso abre espaços para que cláusulas do tratado fossem executadas. Em 1923, a Bélgica e a França executam a ocupação do Vale do Ruhr, fortemente ocupado por minas de carvão mineral, como forma de pagamento do valor da dívida da Alemanha. Com a ocupação da Bélgica e da França, o nacionalismo Alemão toma forças, com mineradores realizando greves, interrompendo produções nas minas de carvão. Sem trabalhar, os países que ocuparam o Vale informam que os mineradores não teriam de receber seus salários. Perante essa situação o governo alemão adota uma política emissionista, quando acabam imprimindo mais papel moeda para poder pagar os trabalhadores, apoiando a greve (EICHENGREEN, 2000).

A Alemanha mantém a política emissionista para colocar novamente a economia em circulação, e com o aumento da impressão de moeda sem se realizar o aumento das reservas, acaba levando a uma piora da situação, elevando em níveis altíssimos a inflação, que já estava em alta.

Então, em 1924, entra em ação o Plano Dawes, em que os EUA propõem um plano para recuperação da economia alemã. O plano consiste na autorização do Governo Americano aos seus bancos privados a emprestarem dinheiro para Alemanha, mas analisando a situação, com a declaração de moratória, os bancos não possuem a garantias de que irão receber os empréstimos realizados, e assim o Governo dos Estados Unidos cria um seguro para os mesmos, que caso a Alemanha não cumpra com o acordo em pagar os empréstimos, ele mesmo arcará a dívida. O financiamento por parte dos Estados Unidos acabou gerando uma dependência econômica por parte da Alemanha, e semelhantemente em outros países da Europa, tornando-se o responsável por grande parte da recuperação europeia no pós primeira-guerra mundial, fortalecendo ainda mais a sua economia. (AHAMED, 2009)

A economia dos Estados Unidos da América, vem com uma grande expansão após a primeira guerra mundial, saindo como um grande credor da Europa, vivendo os famosos *The*

¹ Moratória é a dilação do prazo de quitação de uma dívida, concedida pelo credor ao devedor para que este possa cumprir a obrigação além do dia do vencimento.

Golden 20's. Com uma extensa linha de crédito, e com a dependência europeia das importações e empréstimos estadunidenses, eles conseguem gerar uma alta taxa de acumulação de capital. Esse acúmulo gerado pelo setor financeiro, que apresentaram um volume maior que dos setores de produção, levam ao investimento nos setores de crédito, financeiro e industrial do país, gerando ainda mais o acúmulo e a concentração de renda (EICHENGREEN, 2000).

Todo esse crescimento da economia passava a impressão de crescimento para todos, mas a realidade não era bem essa, pois por mais que houvesse uma concentração de renda, ela não era distribuída para toda população estadunidense. Essa situação gerou a expansão do acesso ao crédito para população, ao qual não possuía acesso ao capital através dos seus salários, gerando necessidade de recorrer através do crédito. Essa ação levou o estilo de vida dos americanos ao consumismo da época, marcado como “O Estilo de Vida Americano”. Toda essa ação de consumir, junto do estímulo cultural da necessidade de sempre se possuir o maior volume dos melhores produtos, levava cada vez mais os americanos a recorrerem de empréstimos, para que pudessem adquirir tudo que se considerava essencial na época. Mas em algum momento a renda recebida só serviria para pagar os empréstimos feitos, gerando a própria moratória da população (EICHENGREEN, 2000).

A política da época era regida pela hegemonia do Partido Republicano, que teve três presidentes eleitos nesse período – Warren Harding (1921-1923), Calvin Coolidge (1923-1929) e Hebert Hoover (1929-1933). Estes seguiam a linha de regime do liberalismo radical, cuja visão era não interferir na economia pois essa teria seus aparatos necessários para se auto regular, além de não haver programas governamentais para fomentação de emprego, saúde e educação. Portanto, ao adquirir sua receita através dos impostos na época, e com um governo que não aplicava esses valores em melhorias sociais, acabou-se gerando o acúmulo de capitais por parte do próprio governo. (FARIA,2016)

3.2 A ESPECULAÇÃO E A CRISE

Após a Primeira Guerra os números mostravam que os Estados Unidos da América haviam se tornado a maior potência econômica internacional, marcado pelo investimento nos setores de crédito, financeiro e industrial do país, e pelo avanço do consumo de mercadorias. Entre abril de 1919 e maio de 1920 os bancários cresceram 25%, devido ao Sistema de Reserva Federal, que sustentava a taxa de redesconto em 4% afim de facilitar o financiamento. O crescimento agrícola valorizou como nunca em um curto período. Os preços das propriedades

chegaram a valorizar 70% acima dos níveis de 1914, e a aquisição de novas áreas para produção gerou um endividamento dos produtores (LEAGUE OF NATIONS, 1942).

Na metade de 1919, houve empecilhos para as exportações de ouro, e retiradas dos depósitos, com quais os Estados Unidos possuíam um excesso de importações dos últimos anos. Essas retiradas, junto com a abundância de crédito, derrubaram as reservas bancárias em janeiro de 1920. O resultado foi a elevação das taxas pelo *Federal Reserve Bank* (FED), de 4% para 6%, e após alguns meses para 7%, tornando-se uma das maiores variações praticadas pelo sistema em toda a história (FRIEDMAN, SCHWARTZ, 1993).

Os anos de 1920, marcou a expansão do mercado financeiro, quando mercado acionário alcançou um aumento de 400% ao longo da década. Em 1926 e 1929, os Estados Unidos eram responsáveis por 42,2% das produções industriais mundial (MILLS, 1932). Toda essa acumulação de riqueza levaram a formação de uma cultura de consumo, aquela que ficou conhecida como “O Estilo de Vida Americano”, e com o acesso ao crédito os norte-americanos, com o pensamento de prosperidade, investiam seus ganhos na bolsa de valores (EICHENGREEN, TEMIN, 2000). Apesar de ter sido uma época de grande prosperidade, não houve um crescimento incomum, os preços se conservaram estáveis, e em 1924 e 1927 houve leves recessões. Ainda no mercado financeiro, houve uma especulação preocupante sobre o aumento acionário (ROMER, 2003).

O padrão ouro volta a ser como era antes da Primeira Guerra Mundial, na segunda metade de 1920, fazendo com que o balanço de pagamentos fosse feito novamente com ouro e não mais com divisas estrangeiras. Tendo pouco ouro em circulação, em comparação a quantidade transações realizadas naquele período, isso se torna um problema para as autoridades. Para que o ouro pudesse circular e o comércio acontecer, era necessário a reserva do metal nos países, com a escassez do material os países começaram a reter suas reservas, aumentar a taxa de juros e a restringir o crédito. (EICHENGREEN, 1996).

Em 1928, nos Estados Unidos, a concentração de dinheiro na bolsa de valores de Wall Street causava um *boom* especulativo e o FED mantinha o aumento da taxa de redesconto. O governo tentava conter a especulação com o aumento da taxa de juros, diminuindo o ritmo da economia, sendo assim, o ouro não saía em maiores quantidades, aumentando a reserva do metal no país naquele período, alcançando quase 45% do estoque mundial (como podemos ver na tabela 1). E em 1928, os empréstimos ao exterior foram zerados. Em resposta, outros bancos centrais adotaram taxas de redescontos mais altas.

Tabela 1: Estoque de ouro nos países (percentual do estoque mundial)

ANO	ESTADOS UNIDOS	FRANÇA	INGLATERRA	ALEMANHA	OUTROS
1913	26,6	14,0	3,4	5,7	50,3
1918	39,0	9,8	7,7	7,9	35,6
1923	44,4	8,2	8,6	1,3	37,5
1924	45,7	7,9	8,3	2,0	36,1
1925	44,4	7,9	7,8	3,2	36,7
1926	44,3	7,7	7,9	4,7	35,4
1927	41,6	10,0	7,7	4,7	36,0
1928	37,4	12,5	7,5	6,5	36,1
1929	37,8	15,8	6,9	5,3	34,2
1930	38,7	19,2	6,6	4,8	30,7
1931	35,9	23,9	5,2	2,1	32,9
1932	34,0	27,3	4,9	1,6	32,2
1933	33,6	25,3	7,8	0,8	32,5
1934	37,8	25,0	7,3	0,1	29,8
1935	45,1	19,6	7,3	0,1	27,9

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de Eichengreen (1996), tabela 3.1.

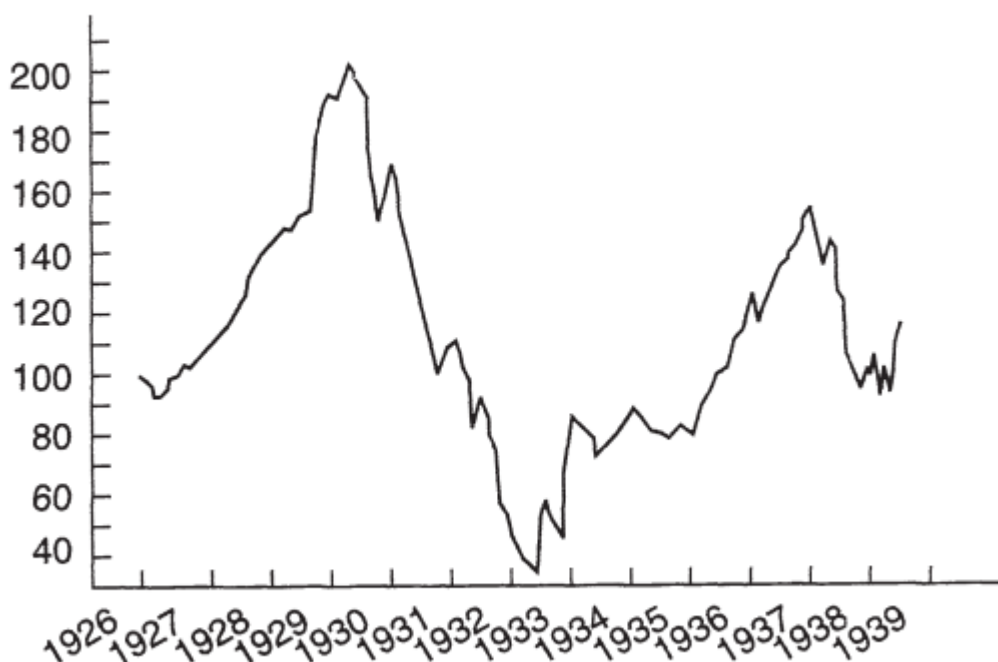
Em 1929, houve o estouro da bolha especulativa da bolsa de valores de Nova Iorque, assim que os investidores perderam a confiança investida, os preços começaram a cair, já que os mesmos estavam liquidando suas ações, agravando ainda mais a queda. (ROMER, 2003)

No dia 03 de outubro, a queda das ações acelerou, e após o dia 14, ela começou a desmoronar ainda mais rapidamente. Em 24 de outubro, cerca de 13 milhões de ações foram vendidas, enquanto o volume normal não ultrapassava de 4 milhões “A quinta-feira 24 de outubro ficaria conhecida nos anais bolsistas como a Quinta-Feira Negra” (GAZIER, 2009, p.05). Intervenções vindas dos banqueiros fariam o pânico durar por pouco tempo, fazendo as cotações subirem após o período da manhã. Mas no dia 29 de outubro, o pânico retornou, e nesse dia cerca de 16 milhões de ações foram vendidas, tornando-se a Terça-Feira Negra. A queda foi tão grande, a ponto de suprimir as elevações do último ano. (GAZIER, 2009).

Na Figura 1 a seguir, é possível visualizar os sinais e a queda da bolsa de valores, durante o outono de 1929.

Figura 1: Cotação das ações na Bolsa de Nova York entre 1926 e 1938.

Índice “Standard Statistics” (base: 1926=100)



Fonte: Gazier (2009), figura 1.

No gráfico, é possível seguir as oscilações das cotações da Bolsa de Valores. Entre os anos de 1926 e 1929 temos um desenvolvimento das cotações, em seguida temos a queda implacável, a um terço de nível de 1926, em 1932. Em 1935 enxergamos a recuperação, mas em 1937-1938 elas recuam novamente, período onde surgem novas dificuldades econômicas próprias dos Estados Unidos.

3.3 A CRISE DE 1929 E SUAS CONSEQUÊNCIAS

Segundo Eric Hobsbawm, a crise de 1929 foi causada por três fontes: superprodução, especulação e subconsumo. Países que no final do século XIX, vivam grandes prosperidades, como a Europa na *Belle Époque* e os EUA com o crescimento econômico entre as classes médias e altas. Com suas industrializações geraram a produção em excesso, ultrapassando a capacidade de seu mercado interno, precisavam então que o mercado externo adquirisse essas mercadorias. A primeira guerra mundial acabou movimentando e balançando toda essa prosperidade, e após o conflito, os créditos concedidos pelos Estados Unidos para

recuperação da Europa, principalmente da Alemanha, como citado anteriormente, levaram ao aumento do endividamento dos países prejudicados pelo conflito. Os empréstimos foram feitos através de empresas privadas, e ao chegar a crise de 1929, aconteceu a retirada dos investimentos feitos na Europa, o que agravou ainda mais a crise no continente europeu, principalmente na Alemanha. (BELLOTTI, 2019; HOBBSAWM, 2009).

Com o aumento dos estoques, os comerciantes e fabricantes, resolveram diminuir a quantidade de produção. Aquele aumento das taxas de juros pelo FED, para o controle da elevação dos preços das ações, diminuíram os gastos, ainda mais em áreas sensíveis à essas taxas como a área automobilística e a área de construção. (ROMER, 2003)

O desemprego no período cresceu absurdamente, nos Estados Unidos teria se aproximado de 11-12 milhões em março de 1933, para uma população total de 126 milhões. Isso considerando somente pessoas que perderam seus empregos, desconsiderando a população mais jovem, disponíveis para o primeiro emprego, e as mulheres, sendo eles excluídos da população ativa, e da contagem dos desempregados (GAZIER, 2009).

A desaceleração econômica dos Estados Unidos, analisadas através dos índices de produção, de trocas comerciais, e também das taxas de desemprego, nos mostra uma queda de produção das indústrias, que entre agosto e outubro de 1929 correspondia a 1,8%, entre a crise, em outubro e dezembro foi de 9,8%, e entre dezembro de 1929 a dezembro do ano seguinte foi de 23,9% (ROMER, 1988).

A baixa da produção industrial se manifestara nos Estados Unidos no decorrer do ano de 1929. Mas o desencadeamento oficial da Grande Depressão aconteceu em 24 de outubro de 1929, com a queda repentina das cotações da Bolsa de Nova York, ao fim de uma expressiva ascensão iniciada em 1927, acelerada duas vezes e marcada por dois patamares, em junho-julho de 1928 e em abril-junho de 1929. (GAZIER, 2009 , p. 05)

O desencadeamento da Grande Depressão, veio pela destruição do “liberalismo econômico por meio do século” e pelo abandono no padrão-ouro, principal base para meios de trocas internacionais da época (HOBBSAWM, 2009). Hobsbawm, refere-se então a crise da seguinte forma:

Em suma, não há explicação para a crise econômica mundial sem os EUA. Eles eram, afinal, tanto o primeiro país exportador do mundo na década de 1920 quanto, depois da Grã-Bretanha, o primeiro país importador. Importavam quase 40% de todas as exportações de matérias-primas e alimentos dos quinze países mais comerciais, um fato que ajuda muita a explicar o desastroso impacto da Depressão nos produtores de trigo, algodão, açúcar, borracha, seda, cobre, estanho e café. Pelo mesmo motivo, tornaram-se a principal vítima da Depressão. Se suas importações caíram em 70% entre 1929 e 1932, suas exportações caíram na mesma taxa. O comércio mundial teve uma queda de quase um terço entre 1929 e 1932, mas as exportações americanas despencaram para quase metade. (Larry, 1943. p. 28-9).

Perdendo apenas para a guerra civil, a grande depressão foi considerada a segunda crise mais grave para os Estados Unidos. Com o desemprego, a baixa da produção e a queda precipitada dos preços, caracterizando uma recessão com deflação (ROMER, 2003). Cada país entrou e saiu da depressão em datas diferentes, para os EUA teve início no 3º trimestre de 1929 e término no 2º trimestre de 1933 (ROMER, 2003).

A crise de 1929 trouxe para os Estados Unidos diversas consequências. Após os empréstimos no fim da primeira guerra mundial, a liberação ao crédito para população, toda a grande prosperidade vivida pelas classes altas e médias e o consumismo da sociedade levou o país ao *crash*. A especulação causou o pânico, e a perda de confiança da sociedade fez com que os preços das ações despencassem e a quebra da bolsa de valores de Nova Iorque aconteceu. O desemprego, a baixa de produção e das trocas comerciais gerou a desaceleração econômica do país e todo liberalismo do século levou os Estados Unidos até a Grande Depressão. No próximo capítulo será abordado a perda de confiança no sistema liberal, e o a ideia da intervenção do Estado na economia. A reestruturação do sistema financeiro dos EUA, o surgimento de novos pensamentos, como o neoliberalismo, todo o processo que levou a Crise de 2008 e as consequências que ela trouxe para os Estados Unidos da América.

4 A CRISE FINANCEIRA DE 2008: A BOLHA IMOBILIÁRIA

Neste capítulo será destrinchada a crise financeira de 2008, desde os seus antecedentes até o seu impacto nos Estados Unidos e no mundo. Para isso o capítulo será dividido em três partes, partindo da desregulamentação financeira que iniciou na década de 1980, seguida pelas inovações financeiras que, devido à falta de regulamentação, permitiram que o grau de alavancagem de bancos, empresas e famílias atingissem níveis altíssimos, levando assim a crise financeira e por fim, as consequências dessa crise para o mundo.

4.1 ANTECEDENTES DA CRISE: DESREGULAMENTAÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO.

Como foi abordado no capítulo anterior, a crise de 1929 causou danos severos na economia americana e mundial, com altos níveis de desemprego e queda significativa no setor produtivo e um colapso no sistema financeiro do país. Após a crise, o modelo de pensamento liberal perdeu força, e foi substituído por uma ideia de forte intervenção do Estado, através da criação normas e órgãos para fiscalizar e regular o mercado, com o objetivo de trazer mais estabilidade para o sistema capitalista, iniciando uma reestruturação completa no sistema financeiro do país.

Em 1934, foi criada a *Securities and Exchange Commission* (SEC), que tem como finalidade principal a fiscalização e a autorização de instituições e movimentações financeiras. Além disso, o *Federal Reserve Bank* (FED) passou a definir a taxa de depósito compulsório, bancos de investimento e bancos comerciais foram proibidos de trabalhar em conjunto, além da proibição de pagamento de juros em depósitos à vista. Essas foram algumas das ações tomadas no processo de reestruturação, através da “*Glass-Steagall act*”, lei aprovada pelo presidente americano Franklin Roosevelt, com o objetivo de regular o mercado interbancário, tornando os ativos dos bancos mais eficientes, e proibindo estes de utilizarem seus recursos para operações especulativas (LIMA, 1995).

Bancos em geral tornaram-se extremamente regulados, no que se diz respeito aos tipos de operações que poderiam realizar, não tendo a liberdade para especular com a poupança dos clientes, além de ficar definido que bancos comerciais não poderiam efetuar operações e negociações de ações, ou qualquer outro tipo de atividade especulativa, deixando essas operações apenas para os bancos de investimento.

Através dessas e outras normas, os Estados Unidos tiveram estabilidade e crescimento financeiro por mais de três décadas. Os ideais da escola de pensamento Keynesiana só começaram a perder força no começo da década de 1970, época quando se iniciaram diversas mudanças no funcionamento do mercado, que acarretaria a perda de popularidade deste sistema e a substituição e ascensão do neoliberalismo. Durante a década de 1970, acontecimentos como a saída dos Estados Unidos do padrão ouro e as duas crises do petróleo (1973 e 1979) ocasionaram em um aumento no nível de desemprego, inflação e queda na produção industrial. Essa crise abriu espaço para um novo pensamento econômico. O neoliberalismo surgiu defendendo uma maior liberdade para o mercado, com teorias de que o próprio mercado seria capaz de se ajustar para combater crises e gerar estratégias e produtos para acelerar o crescimento econômico, fortalecendo a ideia de que o Estado era ineficiente na gestão do mercado, e deveria ter apenas a função de executor de contratos, garantindo que os contratos firmados fossem cumpridos. O pensamento neoliberal se consolidou em 1981, quando Ronald Reagan assumiu a presidência dos Estados Unidos. A administração de Reagan com o viés neoliberal e com a ideia de conceder mais liberdade ao mercado, deu início ao processo de desregulamentação do mercado financeiro (LIMA, 1995).

Em 1982, o presidente americano desregulamentou as *Saving and loans associations* (S&L) instituições que tem como objetivo facilitar o financiamento de propriedades e encorajar a criação de poupança. Tal alteração permitiu a essas associações realizarem investimentos mais arriscados com o dinheiro de seus clientes. Apenas alguns anos depois, uma das maiores fraudes financeiras foi descoberta na S&L, quando milhares de pessoas perderam suas economias devido a investimentos arriscados e ações fraudulentas por parte da instituição (FIDIC, 1997). O dito acontecimento não tem ligação direta com a crise de 2008, porém demonstrou uma falha nesse novo modelo de pensamento econômico, porém não impediu a continuidade de medidas neoliberais.

Em 1999 foi aprovada a “*Gramm-Leache-Bliley act*”, lei que revogou por completo a “*Glass-Steagall act*”, permitindo que bancos comerciais tivessem novamente permissão para especular com as poupanças, ou até mesmo se fundir com bancos de investimentos. Após o afrouxamento das regulamentações, bancos comerciais passaram a ter liberdade para realizar pagamento de juros em depósitos a vista, além de não precisarem mais atender as solicitações feitas pelo Federal Reserve. Poderiam também registrar separadamente operações externas em seus livros contábeis, ferramenta que facilitaria a alavancagem dos bancos. No final dos anos 2000, o congresso americano aprovou a lei “*Commodity Futures Modernization act*” que por

sua vez proibia a regulamentação de derivativos, uma nova ferramenta de negócios criada no começo dos anos 1990 (CINTRA; FREITAS, 2008).

A princípio o mercado respondeu de maneira positiva ao novo modelo de pensamento econômico, e através das medidas, o governo conseguiu combater a inflação e retomar o crescimento da economia. Para Minsky (1986), são nesses momentos de crescimento e estabilidade na economia que surgem inovações financeiras, onde os agentes surfam na onda do otimismo generalizado, buscando cada vez a maximização dos lucros.

4.2 INOVAÇÕES FINANCEIRAS E SEU PAPEL NO AGRAVAMENTO DA CRISE

Com o fim do acordo de Bretton Woods no início dos anos 1970, e a definição de uma taxa de câmbio flutuante, o mercado passou a buscar novos métodos para se proteger da alta volatilidade cambial. Na década de 1990, foi criado um tipo de operação batizada como derivativos financeiros, com o intuito de deixar as operações mais seguras, portanto com menos riscos. Contudo, a capacidade especulativa dos derivativos que proporciona potenciais de ganhos extremamente elevados chama a atenção do mercado e torna o risco da operação extremamente elevado. As operações no mercado de derivativos teriam como objetivo principal se proteger (*hedge*) contra possíveis quedas no valor futuro da mercadoria em questão. Outras operações contra a oscilação de valores já existiam no mercado, porém os derivativos ampliaram as possibilidades, fornecendo uma maior variedade de posições para se tomar, além de possibilitar que essas operações sejam feitas com quantidades elevadas de recursos. A especulação faz parte da natureza desses ativos, visto que se trata de um contrato fechado por duas partes no mercado futuro, enquanto um agente pode estar utilizando essa operação como forma de proteção, o outro deve tomar uma posição contrária, especulando contra as expectativas do primeiro agente. Porém, ressalvasse que essas são operações que não trazem um ganho real para a economia, visto que o ganho de um é exatamente igual a perda do outro. (FARHI, 1999).

Outra operação que se desenvolveu e se popularizou simultaneamente com os derivativos foi a securitização. No modelo tradicional do mercado hipotecário, o credor deve escolher de forma analítica o hipotecário, pois normalmente são empréstimos de longo prazo, que possuem um alto risco de crédito. A securitização foi criada com o objetivo de transferir o risco entre instituições, sendo um processo em que são vendidos títulos lastreados a uma ou várias hipotecas (JUNIOR; FILHO, 2008). Inicialmente, as operações de securitização aconteciam quando um banco comercial juntava uma certa quantidade de hipotecas e as vendia

para um banco de investimento, que por sua vez transformava essas hipotecas em títulos para serem vendidos a investidores no mercado secundário. Assim, quando o hipotecário realiza o pagamento das parcelas do seu financiamento, os valores iriam diretamente para o detentor do título, que também assumia os riscos em caso de inadimplência. Portanto, essa operação não só transfere o risco de crédito para terceiros, como permite aos bancos receber em um curto prazo recursos que normalmente só estariam disponíveis décadas depois, quando o financiamento fosse quitado (JUNIOR; FILHO, 2008).

Além de aumentar a liquidez dos bancos, a securitização também aumenta a liquidez geral na economia. Recebendo de volta seus empréstimos em um curto período, os riscos em suas operações de financiamento são reduzidos, aumentando seu dinheiro em caixa, e possibilitando que essas instituições façam empréstimos com menores taxas de juros à população, tornando o crédito mais acessível e assim estimulando o consumo, e em detrimento disso aumentasse o nível de endividamento da população.

Com o passar dos anos, a venda de hipotecas como títulos no mercado secundário foi se mostrando ser uma operação lucrativa. As instituições financeiras passaram a lastrear outros tipos de dívidas dentro de um mesmo título, o que foi chamado de *Collateralized Debt Obligation* (CDO). Financiamentos de veículos, empréstimos estudantis, dívidas de cartão de crédito, empréstimos imobiliários, basicamente todo tipo de financiamento juntos em um único contrato, essa seria a composição dos CDOs (FARHI, 1999). A forma como esses títulos foram estruturados fez com que os intermediários financeiros como securitizadoras e agências de *rating* ganhassem um papel muito mais crucial para a estabilidade do mercado. Devido à complexidade da composição de títulos como os CDOs, os investidores não tinham muita ideia do que estavam comprando, conseqüentemente não conseguiam medir todos os riscos da operação que estava realizando, o que as levava a considerar os riscos medindo das avaliações fornecidas pelas agências de *rating*, empresas que tem como o objetivo observar a capacidade de um país, empresa ou título financeiro de honrar suas dívidas. Quanto maior for a nota fornecida, maior é a confiança da agência de *rating* de que os valores propostos na negociação realmente serão pagos.

4.3 A CRISE DE 2008 E SUAS CONSEQUÊNCIAS

É possível afirmar que a crise de 2008 se iniciou no começo dos anos 1980, com a desregulamentação do sistema financeiro, dando liberdade para bancos e outras instituições a operarem com baixa ou nenhuma supervisão. Com essa liberdade, as instituições se tornaram

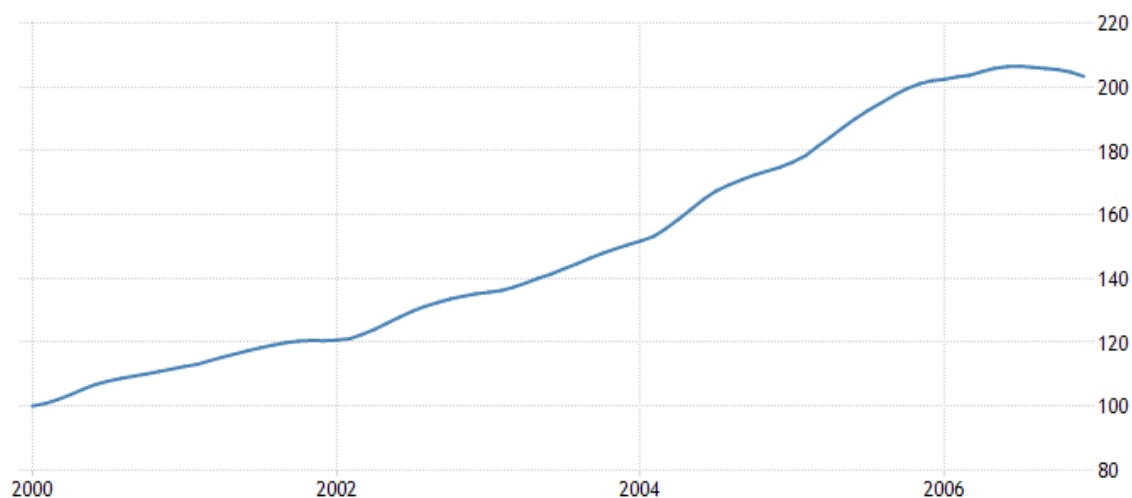
livres para cumprir o propósito básico do capitalismo que seria a busca de lucros cada vez maiores, independente dos ricos.

Fatores como a aprovação de leis no final dos anos 1990 “*Gramm-Leache-Bliley act*” e início dos anos 2000 “*Commodity Futures Modernization act*”, simultaneamente a criação inovações financeiras como a securitização e os derivativos, possibilitaram que bancos e instituições financeiras passassem a ter lucros ainda maiores, e quando o governo americano optou por baixar a taxa de juros em 2001, fazendo com que ela atingisse 1,75%, as instituições enxergaram uma forma de expandir seus lucros em um mercado pouco explorado anteriormente, o Subprime. (LIMA ; MATHIAS, 2009).

Subprime são empréstimos de alto risco, devido à baixa capacidade do tomador pagar de volta esse empréstimo, isso porque normalmente são tomadores com pouco ou nenhuma renda comprovada, e até mesmo sem nenhum ativo como garantia em caso de calote. Para deixar esses empréstimos ainda mais atrativos, tendo normalmente uma duração de longo prazo, as instituições financeiras estruturam esses empréstimos de maneira híbrida, onde nos primeiros anos o tomador pagaria uma taxa de juros menor que a do mercado, que já se encontrava em baixa, e depois de alguns anos, a taxa cobrada passaria a acompanhar a taxa normal do mercado. (CINTRA; CAGNIN, 2007).

Sempre tentando se manter à frente dos concorrentes, bancos começaram a emitir novas hipotecas *subprime* de maneira acelerada, indo de US\$ 190 bilhões em 2001, para US\$ 600 bilhões em 2006, um aumento de mais de 215% em 5 anos (JUNIOR; FILHO, 2008). Com a expansão de crédito barato e até mesmo a possibilidade do mesmo indivíduo tomar mais de uma hipoteca ao mesmo tempo, o mercado imobiliário se aqueceu. Nesse mesmo período, de 2001 a 2006, o número de vendas de imóveis passou de 6,1 milhões de unidades por trimestre para 8,5 milhões de unidades. A crescente demanda por imóveis acarretou um aumento desenfreado no nível de preço das residências, onde os ativos mais que dobraram de preço nesse mesmo período, como mostra a Figura 2.

Figura 2: Índice de Preços de Imóveis - EUA



Fonte: *Trading Economics* | S&P

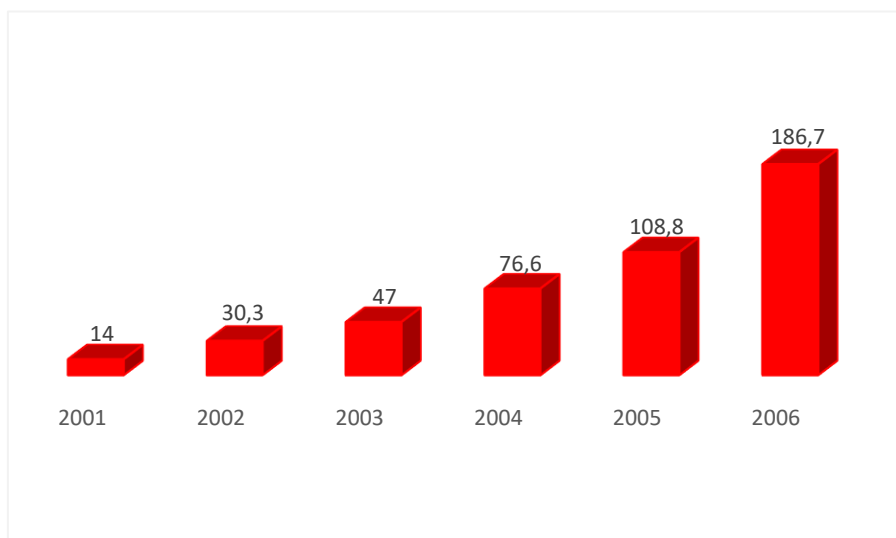
Por se tratar de empréstimos de alto risco, os bancos buscaram formas de repassá-lo. A securitização desses empréstimos *Subprime* foi uma das soluções encontradas. No início dos anos 2000, menos da metade das operações de hipotecas subprime eram securitizadas. Já em 2006, mais de 80% de todos os empréstimos considerados *subprime* foram securitizados (CAGNIN, 2007).

Para fazer com que esse tipo de investimento se tornasse mais atrativo no mercado secundário, os bancos incluíram as hipotecas subprime nos CDOs, estando misturados com outras variedades de empréstimos, onde era possível mitigar os riscos de crédito dessa operação. Essa estratégia funcionou, devido às análises feitas pelas agências de rating, que classificaram grande parte dos CDOs como AA ou AAA, sendo esses os níveis mais altos de confiança, o mesmo nível que são classificados os títulos públicos do governo americano, considerados os títulos mais seguros do mundo. Essa classificação fez com que os CDOs fossem vistos como um investimento de baixo risco, e assim podendo alcançar um público considerado conservador, de alta aversão à perda, fundo de pensões, que por regra só podem adquirir títulos de classificação AAA, e até mesmo famílias e empresas ao redor do mundo, dessa forma difundindo os riscos em caso do não cumprimento da dívida (CINTRA; CAGNIN, 2007).

Ao passar a ser uma das operações mais lucrativas para os bancos de investimento, a emissão de CDOs teve um aumento drástico no decorrer dos anos 2000. Como mostra o Gráfico 1, o aumento expressivo na emissão e comercialização de CDOs fez com que pessoas físicas, instituições financeiras, e empresas de diversos setores e países concentrassem seus

investimentos em títulos lastreados em hipotecas, e conseqüentemente se tornaram expostas aos riscos desse mercado.

Gráfico 1: Emissões de CDO no período 2000 - 2006, em US\$ Bilhões



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Revista do BNDES

No início dos anos 2000, essas negociações renderam lucros exorbitantes para bancos, agências de rating, e outras instituições financeiras. Porém as operações começam a mostrar seu verdadeiro risco entre 2005 e 2006, onde o mercado imobiliário não estava tão aquecido quanto antes, e ainda nesse período o governo americano passou a aumentar a taxa básica de juros, que entre 2001 e 2004 o valor máximo havia sido de 2,25%, mas já em 2006 estava por volta dos 5,25% (JUNIOR; FILHO, 2008). Simultaneamente, os contratos híbridos de hipotecas estabelecidos no início dos anos 2000 chegaram na etapa aonde o tomador do crédito passaria a pagar os juros do seu empréstimo de acordo com a taxa do mercado. Entretanto, com esse ajuste, grande parte dos hipotecários não conseguem mais honrar suas dívidas, ao mesmo tempo que o valor dos imóveis começa a diminuir, e as famílias colocam na balança o aumento dos juros e a desvalorização dos imóveis, optando por colocar seus ativos à venda. Com isso teve-se o início de uma sequência de acontecimentos que levaria a um dos maiores colapsos financeiros já presenciados (COGGIOLA, 2010).

De forma cascadeada, na medida em que as parcelas dos financiamentos deixaram de ser pagas, bancos passaram a retornar os ativos hipotecados, porém ainda assim passaram a enfrentar graves problemas de liquidez. Além disso, os detentores de contratos de securitização ou CDOs deixaram de receber os valores acordados no contrato, e com receio de não retomarem os juros mínimos que haviam sido acordados no momento da compra do contrato, passaram a colocá-los a venda no mercado secundário.

Com os agentes de mercado já observando o endividamento da economia, sua preferência se volta para a liquidez, fazendo com que a grande quantidade de títulos lastreados em hipotecas não conseguissem ser vendidos, e as famílias, empresas e instituições financeiras que investiram nesses títulos, devido à inadimplência, tomassem prejuízos nos seus investimentos.

Instituições financeiras e seguradoras que prometeram na formação dos contratos algum tipo de garantia em caso de calote já não conseguiam mais honrar com suas obrigações, seguindo uma onda de gigantes do setor financeiro declarando falência, sendo compradas por outras empresas com dinheiro em caixa, e em alguns casos recebendo auxílios do governo americano para evitar falência.

Bancos também passaram a enfrentar sérios problemas de liquidez, não conseguindo mais arcar com os compromissos previamente estabelecidos durante o período de euforia econômica, e se encontravam extremamente alavancados e com bilhões de dólares em hipotecas e CDOs acumulados, sem conseguir vendê-los, devido à forte onda de incerteza que rodeava o mercado. No início de 2008, o banco Bear Stearns ficou sem dinheiro, e foi comprado pelo JP Morgan por uma fração do valor de mercado que o banco tinha apenas alguns meses antes. No final desse ano as gigantes do setor de empréstimos e hipotecas conhecidas como “Freddie Mac” e “Fannie Mae”, sofreram intervenção do governo americano, pois estavam à beira da falência, e a estatização seria a única forma de que as empresas não fechassem as portas e o pânico se espalhasse ainda mais pelo mercado (COGGIOLA, 2010).

No dia 9 de setembro de 2008, um dos maiores bancos de investimento do mundo, Lehman Brothers, declarou um recorde de perdas, que passaram de três bilhões de dólares, e suas ações sofreram uma queda bruta. Alguns dias depois, outro gigante do setor financeiro, o banco de investimento Merrill Lynch, estava prestes a falir, e foi adquirido pelo Bank of America. A maior seguradora do mundo, a AIG, estava com US\$ 13 bilhões em garantias de CDOs para pagar, porém não tinha nem perto esse valor e também sofreram intervenção do governo. Porém, 15 de setembro de 2008 é o dia que ficaria marcado como o início do auge da crise, quando o Lehman Brothers foi forçado a declarar falência, notícia que ampliou ainda mais a incerteza e o pessimismo do mercado (COGGIOLA, 2010).

Após o banco Lehman Brothers se tornar insolvente e declarar falência, o pânico tomou conta do mercado. Além do *crash* nas bolsas de valores ao redor do mundo, onde o preço das ações despencou em um curto espaço de tempo, as operações de créditos foram suspensas, isso fez com que não fosse possível para empresas fizessem empréstimos para cobrir suas dívidas, aumentar sua capacidade produtiva ou qualquer outro tipo de investimento.

As notas promissórias (*comercial pappers*) também sofreram com toda incerteza e pessimismo rondando o mercado, onde uma venda em massa foi feita, prejudicando ainda mais as empresas, que utilizavam desse título para captar recursos no curto prazo, muitas vezes para pagar contas como a folha salarial, ou até mesmo insumos de produção, estagnando a economia.

No sistema financeiro, segundo Roubini e Mihm (2010), o prejuízo das instituições ultrapassou os US\$3,5 trilhões e atingiu gravemente mais da metade das empresas que compunham esse setor, além de implicar uma insolvência completa no sistema bancário. E para evitar o colapso completo do sistema financeiro, em outubro de 2008, o governo americano aprovou uma lei para socorrer as instituições financeiras, utilizando um total de US\$ 700 bilhões de dólares (COGGIOLA, 2010).

Seguindo um efeito dominó, outros setores da economia passaram a sofrer as consequências da maior crise do século XXI. Empresas americanas que dominavam seus respectivos setores sofreram uma queda bruta no seu valor de mercado devido aos seus níveis de endividamento. A General Motors, maior empresa automobilística da época perdeu 90% do seu valor em menos de 6 meses. No mesmo período a Tenaris, uma das maiores metalúrgicas do mundo perdeu 70% do seu valor. Perdas como essas somadas com o aumento do endividamento das empresas fizeram com que o índice de desemprego atingisse o seu nível mais elevado dos últimos 15 anos, chegando em 7,3% em 2008 e passando dos 10% em 2009 (COGGIOLA, 2010).

Porém a crise não ficou restrita somente aos Estados Unidos e ao setor financeiro, segundo Farhi e Cintra (2009), os novos instrumentos de operações de crédito formaram diversos canais que interligavam diferentes países e mercados, fazendo com que os efeitos se espalhassem para a Europa, América do Sul e Ásia. Milhares de títulos foram emitidos pelo antigo Lehman Brothers e vendidos para instituições financeiras, famílias e empresas ao redor do mundo, com o fim do banco, esses títulos passaram a não ter nenhum valor, espalhando o pânico para fora das fronteiras americanas, e interferindo no comércio mundial. Com o aumento do desemprego e a diminuição na produção dos estados unidos, os países que dependem do consumo americano começam a entrar em recessão.

A exemplo da China, que apesar de não entrar em recessão, ainda sim foi prejudicada com a crise, e acaba por prejudicar os países que mantém relações comerciais. De acordo com Roubini e Mihm (2010), a redução nas exportações na China girou em torno dos 30%, levando diversas fabricas a encerrar suas atividades, e mais de 10 milhões de trabalhadores perdessem seus empregos, e acarretando em uma diminuição do crescimento econômico de aproximadamente 6 %. A diminuição da produção em países como Estados Unidos, China e

Japão ampliaram o efeito de globalização da crise, fazendo com que em 2009 os países desenvolvidos tinham um déficit que correspondia a 10% do seu PIB (COGGIOLA, 2010).

Os acontecimentos dessa crise evidenciaram diversas falhas na linha de pensamento liberal. Os números apresentados durante o capítulo relatando as perdas para o mundo durante e após a crise, seja em dinheiro ou capacidade produtiva, demonstram que o mercado não é capaz de se autorregular, e que é necessária a fiscalização de setores chaves para a economia.

5 DA RECESSÃO AO CRESCIMENTO: ECONOMIA DE MINSKY

Esse capítulo tem objetivo de explicar quais pilares das teorias desenvolvidas por Minsky foram utilizados para a construção de teorias econômicas, aprimoramento do mercado financeiro e definição do ciclo de crises. O que conta foi dividido em três partes: a primeira, introduzindo quais caminhos foram importantes para o desenvolvimento do pensamento, o confronto da visão de Minsky com pensamentos da época, bem como quais pontos foram importantes para o desenvolvimento de suas teorias. A segunda parte, suas análises a respeito da crise de 1929, e como o sistema financeiro caminhou no seu pós, e por fim quais foram as peças chaves para responder o questionamento que tanto se levanta: Pode acontecer de novo?

5.1 CENÁRIO DAS IDEIAS DE HYMAN MINSKY: DESENVOLVIMENTO E CONSTRUÇÃO

Minsky desenvolve sua base teórica pensando em explicar os movimentos que levaram a grande depressão e teoriza sobre sua possível recorrência, seguindo um pensamento minoritário, porém muito respeitado uma vez que passa por diversas linhas e bases econômicas a fim de além de oferecer um contexto, explicar as instabilidades econômicas da época (FERRI, 2019).

Para além dos pensadores monetaristas, Minsky somasse aos pensamentos de Keynes e leva o questionamento para outras vertentes como os impactos da volatilidade dos investimentos dentro do balanço patrimonial de uma empresa, questão importante, mas que foi deixada de lado pelos monetaristas da época que incansavelmente negavam o keynesianismo e seus frutos. O mercado financeiro banhava-se na fonte da econometria, mas Minsky persistia no pensamento de que cálculos estatísticos não tinham poder de prever o padrão de comportamento da economia (KAUFMAN, 2008).

Olhando para as crises financeiras, Minsky enxerga como consequência da evolução do sistema econômico, sistema que passa por crises constantemente, mesmo que a memória sempre nos direciona para a crise de 1929 como o maior e melhor exemplo de falha. Para os períodos de estabilidade, ao invés de equilíbrio, sugere que enxerguemos como “períodos de tranquilidade” em que o sistema financeiro deixa de evoluir e adquirir complexidade, e com o passar dos anos se enfraquece e aumenta a suscetibilidade de sofrer crises, sendo a própria estabilidade o que “desencadearia respostas comportamentais que rapidamente afastariam a economia do equilíbrio” (PAPADIMITRIOU, RANDALL WRAY, 2008).

Para explicar o comportamento e instabilidade do mercado, Minsky se apoia na teoria geral de Keynes que discute a instabilidade nas tomadas de decisões no cenário de e os métodos utilizados por Keynes para avaliação de ativos financeiros, contudo vai além, discordando de alguns pontos da teoria que tratam de demanda agregada, afirmando que o crescimento e o aumento do padrão de vida podem gerar ondas inflacionárias, além de questões sobre os níveis de desemprego.

Nas suas primeiras publicações, Minsky monta sua análise dentro de um ciclo (1957, 1964 e 1979), reconhecendo a importância do papel do governo, estruturas regulatórias, sistema legal, empresas e instituições financeira. Deixa de lado a abordagem simplista neoclássica que só considera os eixos de liquidez e oferta de moeda, mas também contrapõe o modelo IS-LM² que só enxergava um ponto de equilíbrio, o que para Minsky não refletia a economia real. Os modelos até então desenvolvidos, seguiam uma linha racional e sólida, que lida de forma fria com o comportamento do mercado, “o modelo não trata de tempo, dinheiro, incerteza, financiamento da propriedade de bens de capital e investimento” (MINSKY, 2008, p15). É de se esperar que ocorram falhas dentro do sistema, mas é equivocado pensar que essa é uma falha das teorias formuladas por Keynes, uma vez que ele defende que o comportamento falho é esperado dentro de uma economia capitalista com um sistema financeiro frágil e governo comportado. O erro está justamente na má interpretação da teoria, e ainda mais maléfico quando estas apontam o problema, mas não apresentam um caminho para mitigá-los.

Minsky defende que a instabilidade econômica caminha desde o final de 1960 e que esta é fruto do pós segunda guerra mundial, que deu palco para a construção de um sistema financeiro frágil. Reformas são necessárias para além de um período transitório, e não devem ser buscadas para fundamentar períodos de equilíbrio momentâneo. Ele enxerga que um mercado descentralizado é sim uma maneira eficiente de financiar o capitalismo e modelar uma economia, mas defende o desenvolvimento de instituições econômicas que restrinjam e controlem as instituições financeiras, onde a “função crucial do banco central era a facilidade do emprestador de última instância *Lender of Last Resort* (LOLR) que o banco central pode oferecer aos bancos que enfrentam escassez de liquidez” (TOPOROWSKI, 2016, p.10), pois é possível que o sistema capitalista sobreviva dentre as mazelas sociais que sua desigualdade causa, segundo Minsky:

² O modelo IS-LM, significa "poupança de investimento" (IS) e "preferência de liquidez-oferta de dinheiro" (LM) é um modelo macroeconômico keynesiano que mostra como o o mercado de bens econômicos (IS) interage com o mercado de fundos de empréstimos (LM) ou mercado monetário.

economia capitalista não pode ser mantida se oscilar entre ameaças de um colapso iminente dos valores dos ativos e do emprego e ameaças de inflação acelerada e especulação desenfreada, especialmente se as ameaças às vezes se concretizarem (MINSKY, 2008, p.44).

Já olhando o pós-guerra, esse deve ser enxergado como um exemplo de sucesso obtido pelas políticas intervencionistas e reformas implementadas na época, contudo abre espaço para que se questione quando acontecerá de novo. O objetivo de Minsky nunca foi tão somente explicar as crises que ocorreram no passado, mas entender como sobreviver a elas no futuro. Para isso ele desenvolve sua teoria onde busca “identificar quais das muitas diferenças entre a economia de 1980 e a de 1930 são responsáveis pelo sucesso do pós-guerra”(MINSKY, 1982, p.13). Minsky divide o pós crise em duas partes: o primeiro em que o progresso é marcado com um período de tranquilidade e o segundo uma turbulência que segue até os dias atuais.

A fase tranquila é marcada por baixa taxa inflacionária, de desemprego e crescente de crescimento econômico, características que marcam economias em expansão. Esse período do pós-guerra marca para Minsky o que ele considera o momento de maior sucesso da economia americana, com crescimento do mercado de capitais, especialização de mão de obra, produções em larga escala e fomentação a pesquisas. Empresas, instituições financeiras e famílias americanas tornam se mais ricas, mas com fortes memórias da grande depressão, criando uma sociedade conservadora que prezava por liquidez, e um governo ativo em políticas monetárias e fiscais. Com o fim da guerra o mundo experimentava outro regime de liquidez, que pouco a pouco foi absorvido e regulamentado dentro dos novos padrões, com afrouxamento do conservadorismo econômico.

Somente quando o desempenho bem-sucedido da economia atenuou o medo de outra grande depressão é que as famílias, empresas e instituições financeiras aumentaram os índices de dívidas sobre renda e de dívidas sobre ativos líquidos, de modo que esses índices subiram para níveis que vigoravam antes da Grande Depressão (MINSKY, 1982, p.14).

O primeiro momento em que se experimentou a interrupção do crescimento foi a crise de crédito de 1966. Federal reserve teve que intervir como último recurso como financiador da dívida de bancos, papel que Minsky defende como vital na função de bancos centrais. A crise foi marcada por 4 elementos centrais: perturbação do mercado com o financiamento por parte do Federal reserve, período de recessão subsequente, aumento do déficit federal, recuperação seguida de aumento da inflação. Esses mesmos elementos se perpetuaram em crises futuras, que se agravaram com o passar dos anos, respeitando também o padrão que Minsky previra que ocorreria, onde as práticas de intervenção estimulariam a dependência e reincidência de crises.

Todos esses abalos financeiros ocorreram após um crescimento de curto prazo, seguidos por recessão, aumento do desemprego e diminuição da inflação, frutos das tentativas de combate do federal reserve em prol da diminuição da inflação. Esse movimento econômico repetitivo acabou-se por criar os chamados ciclos de negócios (MINSKY, 1982).

Para os cenários futuros é interessante observar a mudanças de cenário que acarretaram a crise de 1929 e a que se desenha nas crises futuras. A economia se difere em três aspectos principais que são: o governo e a economia são ligeiramente maiores, o que leva a um déficit muito mais profundo em um espectro de recessão; a dívida pública cresce ano após ano com o decorrer de novos tremores econômicos; e por fim o Federal reserve tem adquirido mais robustez o que prepara para agir com mais rapidez como último credor. (MINSKY, 1982)

5.2 ECONOMIA EM CURSO: CRISE DE 29 E 2008 EM CHEQUE

No desenvolvimento de suas análises Minsky revisita o papel do governo e bancos centrais no enfrentamento de crise, investimento das empresas e financiamento *Ponzi*, variação nos níveis de desemprego e inflação, *hedge* e alguns outros aspectos. No que consta neste capítulo, o objetivo é explanar o resumo de sua visão do pós crise de 1929, e sua contribuição para teoria econômica que lhe rendeu menção na crise de 2008 como “momento Minsky”.

Quando questionamos a possibilidade de reincidência, é necessário revisitar além dos motivos que levaram a crise, como a economia caminhou nos momentos posteriores. Em 1933 a economia americana volta e encarar um colapso do sistema financeiro que é fruto do processo de deflação que caminhou desde a quebra da bolsa de Nova Iorque. Já em 1962 a bolsa americana volta a sofrer novas quedas, e apesar do mercado se voltar para a possibilidade do ocorrido na Grande Depressão, a conduta foi tranquilizadora e não se seguiu de períodos de deflação como outrora aconteceu. A ótica cria a necessidade de questionar se ocorreram mudanças capazes de mitigar os efeitos negativos de tremores do mercado financeiro ou existe uma condição específica que direcione a um resultado desastroso. (MINSKY, 1982)

Minsky levanta preocupação acerca da independência por parte das instituições para com o Federal Reserve. É certo que houve uma preocupação que os sistemas financeiros criassem regras e adquirisse complexidade a ponto de conter os impactos de uma nova crise, mas momentos de incerteza e de recessão econômica exigem coordenação e solidez para que se cumpra o papel de último credor e sustente as necessidades do mercado como um todo, coisa que seguros de depósito a prazo e hipotecas não supririam. Argumenta também que as características essenciais do sistema financeiro não mudaram, a diferença é que em 1962 as

condições eram diferentes e não foram levadas em diante até que a instabilidade tendesse ao descontrole, além de que o tamanho e poder do governo federal eram favoráveis para tornar o sistema financeiro mais estável, e ainda que não promova o retorno do pleno emprego “a mudança que ocorre na composição das carteiras das famílias e das empresas tende a elevar o consumo e o investimento privados a níveis compatíveis com o pleno emprego” (MINSKY, 1982, p.24).

A conclusão provisória tomada é que as diferenças entre as duas crises não necessariamente estão atreladas a mudanças no sistema financeiro associados ao aumento da demanda do setor privado e sim que a queda acentuada no preço das ações ocorre quando existem fortes incongruências no mercado. Ao que se conclui nos anos subsequentes, a economia americana experimentou longos períodos de tranquilidade, se aproximando do pleno emprego e estabilização nos níveis de preço. Porém desde a década de 1960, essa paz foi substituída por aumento das taxas de inflação, crescimento retardado e fragilidade financeira. (MINSKY, 1982).

Minsky atribui esse insucesso a uma serie de fatores. O primeiro é as limitações impostas ao Federal Reserve, que é uma instituição descentralizada que possui alguns segmentos internos independentes. Esses segmentos limitam o banco central que precisa garantir as ações desses segmentos. Contudo é de função do banco central cumprir sua função de último credor para zelar com o sistema financeiro e impedir que esses colapsos afetem a integridade das instituições e se perpetuem ao ponto de causar recessões econômicas, e ainda que exista uma preocupação de que o auxílio do federal reserve levem a consequências terríveis dentro da economia, o papel de cumprir com a política monetária segue sendo de extrema importância. (MINSKY, 1982)

Além disso, os bancos de poupança e associações de empréstimo tem estado desequiparado com as necessidades do mercado, não atendendo ao aumento veloz da taxa de juros. Suas hipotecas de longo prazo são amortizadas com taxas de juros do período de emissão. Suas posições por sua vez são financiadas coma emissão de passivos de curto prazo enquanto seus ativos ficam presos a contratações ultrapassadas. Segundo Minsky:

Existem dois caminhos para a ruína (patrimônio líquido negativo) para essas instituições de poupança. Um através de uma reavaliação de ativos, a segunda via acumulação de prejuízos operacionais (MINSKY, 1982, p.223).

Prejuízos que podem encontrar seu ápice na declaração de falência, que pode acontecer de forma rápida, reavaliando preços dos ativos frente ao mercado ou realizando suas perdas, ou

de forma lenta acumulando suas perdas no balanço de receita. A função do banco central é atuar para que qualquer que seja a perda, não ocorra em momentos de alta taxa de juros, e uma das formas de conter esse aumento pode ser “por meio do aumento da taxa de crescimento da base de reservas é um uso adequado da política monetária” (MINSKY, 1982, p.224).

5.3 TEORIAS DE MINSKY: FRUTOS AO FUTURO

O momento Minsky, como chamado, utiliza das suas interpretações a respeito da instabilidade financeira, que defende que grandes períodos de prosperidade levam o mercado para cenários pre crise, com uma tendencia a girar em torno de um mesmo ciclo econômico. Segundo Minsky:

1) A expansão acelera e isso provoca um aumento da inflação; 2) O Banco Central combate à inflação aumentando a taxa de juros; 3) Esta intervenção pode quebrar os mercados financeiros; 4) Neste caso, o Banco Central intervém novamente; 5) Investimento cai, renda segue o mesmo padrão da inflação e a taxa de juros. O desemprego aumenta; 6) Governo amplia déficit e por fim 7) O declínio é interrompido enquanto a expansão tem um novo começo (FERRI, 2019, p.32).

O ciclo explana tantos os aspectos reais e monetário quanto as ações de política econômica que encaminham para o fim da crise, contudo, nem Minsky era capaz de prever quando esse ciclo ocorreria. (FERRI, 2019)

No que se compara as duas crises é importante compreender que as dívidas adquiridas nas grandes recessões são diferentes das que levaram a grande depressão e isso modifica o curso das ações de combate. Se em 1929 os impactos foram tomados pelas empresas e bancos, em 2008 o protagonismo é cumprido pelas famílias, que sofreram com altíssimos níveis de endividamento, e pelo próprio sistema bancário, que é figura carimbada em crises financeiras (FERRI, 2019, p.40). Ao que se refere aos níveis de inflação, as políticas foram mais eficazes, com uma resposta rápida dada a robustez que o mercado possui nesse ponto, garantindo que os impactos fossem minimizados.

O poder de emprestador de último recurso do Federal Reserve foi usado prontamente e de maneira inovadora, implementando as chamadas medidas de flexibilização quantitativa. Essas medidas impediram que o sistema bancário fosse à falência. Ao contrário do que acontecia na década de 1930, o efeito de contágio foi interrompido no primeiro turno, impedindo a ocorrência de novos turnos (FERRI, 2019, p.41).

No que se refere as políticas, a fiscal foi a menos utilizada, e posteriormente os efeitos foram de intensificação dos níveis de desigualdade. Com a crise houve a valorização de imóveis

que beneficiou a parcela rica da população. Já a parcela mais pobre saiu em desvantagem com diminuição de renda e perdas de emprego. (FERRI, 2019)

Entendido as diferenças entre as crises do pré ao pós, levantasse o questionamento da reincidência, que nos aponta para uma de suas principais teses: a de que a tranquilidade é desestabilizadora. Com a economia corre bem, abre-se espaço para investimentos mais arriscado, para expansão de novos empreendimentos ou alavancagens financeiras, levando ao ciclo de negócios, aumentando por então as finanças especulativas e *Ponzi*. A exposição prolongada ao cenário especulativo leva o mercado a um estado anestesiado para reconhecer a sua elevação de exposição ao risco. Isso nos leva de volta ao ciclo econômico, que as economias estão fadadas a repetir: Expansão, aumento de inflação, combate por meio de políticas monetárias, quebra de instituições financeiras, intervenção do banco central, ampliação de déficit para financiar a economia, e finalmente um longo período de tranquilidade e expansão (FERRI, 2019).

6 CONCLUSÃO

A busca deste tcc foi de compreender os padrões no surgimento de crises financeiras, mais precisamente o comportamento dos agentes que levam a essa instabilidade no mercado. Com esse objetivo em mente, analisamos as duas crises que levaram ao colapso do sistema financeiro americano, a grande depressão de 1929, e a mais recente "Crise do *Subprime*" de 2008, e sobre o foco principal: as contribuições de Hyman Minsky para compreender os caminhos que a economia de um país percorre até de fato adentrar nas crises.

O foco do desenvolvimento teórico, é não só compreender as ocorrências históricas e as transformações que provocaram na sociedade como também entender quais padrões podem ser estabelecidos para crises futuras. A relevância do tema é tanto no tratamento, ou seja, medidas que foram eficazes no passado para enfrentamento da crise, como preventivo, já que entendendo os caminhos que levaram a crises passadas nos ajudam a aprimorar o sistema financeiro a fim de evitá-los no futuro.

Por mais que o cenário geopolítico das crises comparadas sejam divergentes, com a de 1929 ocorrendo no cenário de pós 1ª guerra mundial, e a de 2008 após um período de tranquilidade e crescimento da economia americana, no âmbito econômico eram relativamente semelhantes, com um governo direcionado a linha de pensamento liberal, com pouca ou nenhuma fiscalização e regulamentação, economia aquecida, e níveis de desemprego controlado. Essa estabilidade relativa levou as instituições financeiras a se exporem a mais risco a fim de maximizar seu lucro, comportamento que Minsky enxerga como natural dentro do ciclo de negócio, e que acaba sendo seguido por alto nível de endividamento das instituições financeiras que se alavancaram, tornando o sistema instável e elevando a percepção de incerteza do mercado, sendo em ambos os casos estudados seguida pelo pânico criado pelo cenário de colapso. Os acontecimentos mencionados seguem quase à risca o padrão estabelecido pelo "Momento Minsky".

Do ponto de vista construído por Minsky, entendemos ao que se refere quando afirma que a tranquilidade é desestabilizadora. Quando o país se encontra com níveis de crescimento uniforme, inflação controlada, e taxas de desemprego baixistas, é de se esperar que as oportunidades de aprimoramento do sistema financeiro diminuam, visto que as oportunidades de melhora se expõem em momentos de adversidade. Também é de praxe que os agentes econômicos busquem novas formas de ganhar dinheiro, se expondo em alguns momentos de formas desnecessárias a troco de determinado retorno. Quando esses dois pontos se encontram, existe o cenário base para a fomentação de uma crise econômica. Ainda que o sistema financeiro

possua estruturas, que se tornam com o passar do tempo mais robustas, para conter a quebra das instituições financeiras, o que se cria na recuperação é o mesmo cenário que as levou a crise no primeiro momento: A tranquilidade desestabilizadora.

Portanto, restam dois questionamentos finais: se é possível estabelecer um padrão para como e quando ocorrerão as crises futuras. Minsky demonstra em suas teorias, as condições em que a sociedade caminha que levaram ao colapso do mercado financeiro, ao qual lhe deu reconhecimento na crise de 2008 como “Momento Minsky”. Contudo, alguns autores defendem que prever o momento como esta ocorreria é impossível, e como defendido por Minsky inevitável, já que estamos fadados a caminhar dentro do mesmo ciclo econômico. Da mesma forma, é difícil prever quando essa crise ocorreria, dado que dentro das comparações estabelecidas, o estopim das crises comparadas pouco se relacionam. A comparação possível nesse caso é tão somente o cenário econômico semelhante dos dois períodos, de crescimento e estabilidade, que tão pouco podem oferecer visão de uma possível crise já que o esperado dentro de economias desenvolvidas é a sua estabilidade, e esse é o cenário que antecede uma possível crise financeira. A conclusão que Minsky nos encaminha é o do entendimento de que essas crises são inevitáveis, mas que o aprimoramento dos agentes financeiros é possível, e pensando em políticas monetárias eficientes, tem capacidade de evitar a explosão de uma crise quando essa chega no mesmo cenário que a Grande Depressão e a Grande Recessão, como notavelmente tem sido feito em vários momentos da história econômica.

7 REFERÊNCIAS

- AHAMED, Liaquat. **The Bankers Who Broke The World**. Editora Penguin Books. 2009.
- ARIENTE, Patrícia Fonseca Ferreira; INACIO, Jenypher Marcela. **A instabilidade, desregulamentação financeira e a crise do sistema financeiro atual**. Caderno Cedec, n 90 (edição especial Cedec/ INCT-INEU), nov. 2010.
- BELLOTTI, Karina Kosicki. **História, política, economia e sociedade no século XX**. Curitiba: InterSaberes, 2019.
- BLANCHAD, Olivier. **Macroeconomia**. 5. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2011.
- CAGNIN, Rafael Fagundes. **O mercado imobiliário e a recuperação econômica dos EUA após 2002. Dissertação de Mestrado** – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2007.
- CARÍSSIMO, C.R.; Corgosinho, R.C.; Santos, A.C. (2020) - **Estudo sobre a Hipótese de Fragilidade Financeira de Hyman Minsky**. Aplicada ao Estado de Minas Gerais no Período 2008-2018
- CARVALHO, F. C. **Entendendo a Recente Crise Financeira Global**. In Associação Keynesiana Brasileira, Dossiê da Crise, novembro, 2008. p. 16-22.
- CINTRA, Marcos Antonio Macedo; CAGNIN, Rafael Fagundes. **Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas**. Econômica, Rio de Janeiro, v. 9, n.1, p. 89-131, dez.2007
- CINTRA, Marcos Antonio Macedo; FREITAS, Maria Cristina Penido. **Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano**. Revista de Economia Política, vol 28, n°3 (111), pp 414 – 433, julho-setembro/2008
- COGGIOLA, Osvaldo. **De Nova York a Pequim, com escala em Atenas a marcha, a passo de ganso, da crise do capitalismo mundial**. Setembro, 2010.
- EICHENGREEN, Barry. **A Globalização do Capital: Uma História do Sistema Monetário Internacional**. São Paulo: Editora 34, 2000.
- EICHENGREEN, Barry; TEMIN, Peter. **The Gold Standard and the Great Depression**. Contemporary European History, Cambridge, n° 9, Fevereiro de 2000, pp. 183-207.

FARHI, M. **O Futuro no Presente: Um Estudo dos Mercados de Derivativos Financeiros**. 1998. 289 f. Tese (Doutorado em Economia). Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas. 1998.

FARHI, Maryse. **Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem**. Economia e Sociedade, Campinas, (13), 93-114, dez. 1999

FARHI, Maryse; CINTRA, Marcos Antonio Macedo. **A arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo**. Revista de Economia Política, vol 29, n°3 (115), pp. 274-294, julho/setembro 2009.

FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation). 1997. *History of the Eighties: Lessons for the Future. Vol. 1, An Examination of the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s*. Washington, DC: FDIC

FERRI, Piero. **Minsky's Moment. An Insider's View on the Economics of Hyman Minsky**. Edward Elgar 2019.

FILHO, Fernando Ferrari; SILVA, Gustavo Teixeira Ferreira da. **A crise financeira internacional de 2007-8 e a Grande depressão: uma análise comparativa**. Rio Grande do Sul, 2012.

FRIEDMAN, Milton e SCHWARTZ, Anna Jacobson. **A Monetary History of the United States 1867-1960**. Princeton: Princeton University Press, 1963.

GAZIER, Bernard. **A crise de 1929**. São Paulo: L&PM, 2009.

HOBBSAWM, E. J. **A era dos extremos: o breve século XX (1914- 1991)**. Eric Hobsbawm; tradução Marcos Santarrita; revisão técnica Maria Célia Paoli. — São Paulo: Companhia das Letras, 1995.

JUNIOR, Gilberto Rodrigues Borça; FILHO, Erani Teixeira Torres. **Analizando a Crise Subprime**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 15, N. 30, P. 129-159, DEZ.2008

KENNEDY, Paul. **The Rise and Fall of The Great Powers**. New York: Vintage, 1987.

LIMA, Diego Biangolino Teixeira; Mathias, João F. Cury Marinho. **Uma interpretação da crise subprime segundo a abordagem de Hyman Minsky**. In: Encontro Internacional da Associação Kenesiana Brasileira, Porto Alegre, 2009

LIMA, Maria Lúcia Labate Mantovanini Pasua. **Instabilidade e Criatividade nos Mercados Financeiros Internacionais: Condições de Inserção dos Países do Grupo da América Latina**. Tese de doutorado - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas - São Paulo, 1995

MINSKY, H.P. (1986). **Stabilizing an Unstable Economy, New Haven: Yale University Press, 1986**

MINSKY, Hyman P. 1975. **John Maynard Keynes**. Tradução Brasileira. Campinas: Editora Unicamp, 2011.

MINSKY, Hyman P. **Can “it” Happen Again?** Routledge Classics 2016.

ROMER, Christina. **The Great Depression**. Dezembro de 2003.

ROUBINI, Nouriel; MIHM, Stephen. **A economia das crises: Um curso-relâmpago sobre o futuro do sistema financeiro internacional**. Tradução de Carlos Araújo. Rio de Janeiro, RJ: Intrínseca, 2010.

SUMMA, R. F. (2005). **Um modelo dinâmico de fragilidade financeira para economia aberta. VIII Encontro de Economia da Região Sul**. Anpec Sul, 2005.

TERRA, F. H. B.; FERRARI FILHO, F. (2011). **A hipótese de fragilidade financeira aplicada ao setor público: uma análise para a economia brasileira no período de 2000-2009**. Revista Economia, v. 12, n. 3, p. 497-516.