

Instabilidade financeira numa economia de mercado de capitais*

Simone Silva de Deos**

Hyman Minsky é, reconhecidamente, um dos autores mais importantes no âmbito da teoria monetária, sendo referência para muitos trabalhos nessa área. A Hipótese da Instabilidade Financeira, por ele desenvolvida, amplia nossa compreensão a respeito do comportamento instável das economias capitalistas. Para o autor, a instabilidade está associada a um alto grau de fragilidade financeira. Essa maior fragilidade é gerada na fase ascendente do ciclo econômico, na qual as expectativas quanto ao futuro dos que investem e daqueles que financiam os investimentos são crescentemente favoráveis e seus riscos subestimados. Os *portfolios* das empresas que estão executando seus projetos de investimento tornam-se cada vez mais especulativos, graças à maior participação dos passivos de curto prazo, dependentes de rolagem, como contrapartida do aumento dos ativos de longo prazo — os bens de capital. O cenário é de um maior nível de endividamento sistêmico, com piora na sua qualidade.

Frente a esse quadro, uma elevação nas taxas de juros pode inviabilizar o refinanciamento de grande parte dos projetos de investimento em andamento, bem como a demanda por novos créditos. Essa elevação nas taxas de juros será resultante tanto da inelasticidade da oferta de crédito, em função da limitação das reservas em espécie do sistema, como da própria percepção dos credores, a partir de certo momento, de que é necessário compensar o risco crescente. O que se verifica a seguir é a emergência da instabilidade financeira: queda no ritmo dos investimentos, que leva a um fluxo declinante de lucros e à queda nos preços dos ativos. Esta última decorre da tentativa coletiva de liquidá-los (colocá-los à venda), a fim de gerar recursos para evitar o *default* das dívidas.

* Este artigo é uma versão revista e ampliada do capítulo final da dissertação de mestrado da autora, apresentada ao Centro de Estudos e Pesquisas Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (IEPE/UFRGS).

** Economista. Mestre em Economia pelo IEPE/UFRGS e doutoranda do IE-UNICAMP.

A autora agradece ao colega Ronaldo Herrlein Jr. pelas suas sugestões, eximindo-o, contudo, dos eventuais erros remanescentes.

O ponto crucial dessa economia bancário-creditícia, segundo Minsky, é que ela é inerente e irremediavelmente suscetível a crises. O autor não nega a possibilidade de ocorrência de choques exógenos, instabilizadores da economia, mas chama atenção para o fato de que, mesmo sem estes, a instabilidade da economia se realiza por conta da especulação a respeito da possibilidade de refinar as dívidas relacionadas ao investimento.

O sistema teórico de Minsky foi construído com base numa economia que tinha no crédito bancário o alicerce de seu sistema de financiamento. Mas sabemos que, associada às tendências de desregulamentação e crescente integração dos mercados, outra característica marcante do sistema financeiro, a partir dos anos 80, é a securitização.¹ O que tem-se verificado, em outras palavras, é a transição de uma economia onde predominava a obtenção de recursos através de endividamento bancário para outra, onde os recursos são crescentemente obtidos no mercado de títulos. O objetivo deste trabalho é analisar se também numa economia onde predomina o financiamento via mercado de capitais, com a emissão de títulos de propriedade e de dívida, geram-se, endogenamente, fragilidade e instabilidade financeiras.² Trata-se de um "exercício teórico", motivado pelo aumento de importância que esse mercado vem

¹ Operações de securitização podem ser entendidas, de forma ampla, como operações de financiamento direto, na qual um tomador emite títulos (*securities*), de dívida (*bonds*) ou de propriedade (*equities*), para os quais há, normalmente, mercados secundários. Rigorosamente falando, os *bônus* ou *bonds* seriam títulos de dívida de prazo mais longo, geralmente acima de 10 anos; e as *notas* ou *notes*, títulos da mesma natureza, mas com prazos menores, usualmente de um a cinco anos. Mas pode-se assumir genericamente — como nós faremos aqui — o termo *bond* para designar títulos negociáveis de dívida de empresas ou países, de médio e longo prazos.

² A expressão mercado de capitais, de uso bastante difundido, merece desde já algumas considerações. Rigorosamente falando, o mercado de capitais compreenderia o conjunto de mecanismos e instituições através dos quais se viabiliza a obtenção de recursos de médio e longo prazos numa referência ao fato de que tais operações estariam vinculadas ao processo de acumulação de capital. Nesse sentido, incluiria operações de captação de recursos através da emissão de títulos de dívida direta de longo prazo — como, por exemplo, *debêntures* —, de títulos de propriedade — as *ações* —, bem como através da obtenção de empréstimos de longo prazo, quer junto a bancos comerciais/múltiplos, quer em bancos de fomento, ou em outras instituições financeiras não bancárias. Mas uma convenção, e mesmo a inexistência de crédito de longo prazo no sistema bancário privado brasileiro (mas não só neste), fez com que se identificasse, quase imediatamente, mercado de capitais com operações de financiamento efetuadas diretamente entre as empresas e os compradores de títulos, basicamente via emissão de ações e títulos de dívida negociáveis. O processo de transferência de propriedade desses títulos também acontece no que se costuma denominar de mercado de capitais. É esse sentido mais restrito da expressão, e também mais usual, que estamos adotando aqui.

apresentando internacionalmente.³ Para tal, assumiremos como característico um modelo de financiamento do tipo anglo-saxão, no qual a emissão de títulos seja, para as firmas que necessitam financiar externamente (pelo menos uma parcela de) seus investimentos, a principal alternativa para a captação de recursos.

Este trabalho está estruturado da seguinte forma. Na seção 1, faremos uma apresentação sumária dos principais conceitos e da *rationale* da Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky. Na seção 2, analisaremos a geração de fragilidade financeira quando o investimento é financiado via emissão de títulos de dívida. Para tipificar ainda mais o quadro, avaliamos a seguir se e de que forma essa situação se modifica quando as empresas associam derivativos aos títulos que emitem (subseção 2.1). Isto porque o crescimento do mercado de derivativos — opções e futuros — é também uma característica marcante do estágio atual do sistema financeiro. Discutiremos, na seção 3, a geração de fragilidade financeira quando o financiamento dos projetos de investimento é feito, tipicamente, via emissão de títulos de propriedade (ações). O ponto a ser estudado na seção 4 é o papel atual do sistema bancário na geração da fragilidade financeira sistêmica. Seguindo a trajetória do modelo de Minsky, o ponto que nos resta avaliar, seção 5, é se numa economia de mercado de capitais também se engendra a instabilidade, a reversão endógena do ciclo de crescimento. Nossos comentários finais serão feitos na seção 6.

1- A hipótese da instabilidade financeira de Minsky

A teoria da determinação do investimento de Minsky é uma teoria de decisão de *portfolio* baseada na comparação entre o preço de oferta, P_i , e o preço de demanda dos bens de capital, P_k , incorporando a estes, objetivamente, os custos do financiamento.⁴ Isto porque, para o autor, a decisão de adquirir ativos

³ Não estamos afirmando que o sistema bancário convencional esteja sendo, ou venha a ser, absolutamente suplantado. Tampouco afirmamos que esteja se desenrolando, internacionalmente, um processo homogêneo de convergência para um modelo tipo anglo-saxão, em que predomine amplamente o mercado de capitais. A tendência de crescimento desse mercado em vários países de fato existe e vem sendo apontada por inúmeros analistas. Mas é também possível que, com o passar do tempo, e antes de sua "consolidação", outros acontecimentos ocorram, alterando os rumos e apresentando novas tendências.

⁴ O preço de oferta dos bens de capital, P_i , é formado com base em fatores objetivos: a taxa de salários, a taxa de juros, a produtividade e o *markup* aplicado sobre os custos. Já o preço de demanda dos bens de capital, P_k , é igual ao valor presente do retorno esperado dos ativos de capital.

de capital traz consigo, necessária e simultaneamente, uma decisão a respeito de como financiar essa aquisição. Do ponto de vista da empresa, são três as fontes possíveis para tal: a primeira são os recursos líquidos (moeda e quase-moedas) que ela tem em seu *portfolio* e que, não sendo necessários para fazer frente a suas transações correntes, podem ser disponibilizados para esse fim; a segunda são os chamados recursos internos, o fluxo de lucros brutos (já descontados o pagamento de dividendos e impostos) gerados durante o período de investimento; a terceira fonte de financiamento são os chamados recursos externos à firma, tanto os obtidos junto aos bancos ou a outros intermediários financeiros, quanto aqueles obtidos pela emissão de ações, debêntures ou outros títulos negociáveis. Para Minsky, o financiamento externo do investimento é uma característica marcante de nossa economia.

O preço de demanda e o preço de oferta dos bens de capital são determinados de forma a refletirem a necessidade de financiamento externo do investimento, por isso, incorporam, a partir de certo momento, os riscos do devedor e do credor respectivamente. O investimento deverá ser realizado sempre que P_k for superior — ou, no limite, igual — a P_i . Isto é, sempre que o valor presente do retorno esperado dos ativos de capital for maior, ou igual, ao seu preço de oferta.⁵ O diagrama a seguir ilustra a situação:

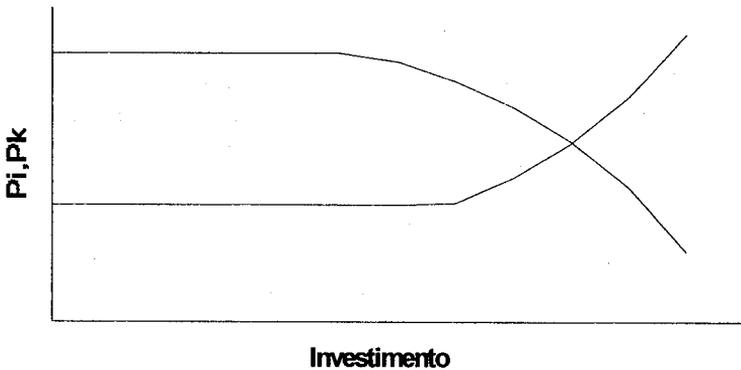
Cabe apontar que os riscos do credor e do devedor só se manifestam plenamente a partir do momento em que o investimento deixa de ser financiado por recursos internos, o fluxo de lucros brutos gerado durante o período do investimento. Portanto, o pressuposto adotado é de que uma parcela dos investimentos é autofinanciada.

Partindo desse entendimento de que o investimento gera, necessariamente, uma posição passiva, Minsky propõe uma tipologia para classificar as unidades econômicas a partir das estruturas — relação entre as composições de ativo e passivo — geradas por suas posturas financeiras e do conseqüente grau de fragilidade que estas apresentam. Para o autor, o grau de fragilidade financeira de uma unidade econômica fica determinado pela sua capacidade de, para uma dada quase-renda esperada da utilização do ativo de capital, Q , fazer frente a todos os seus compromissos financeiros, CC 's. Tem que haver, portanto, uma sintonia entre Q e CC 's, tanto nos montantes quanto nos prazos.

⁵ O risco do devedor implica uma queda no preço de demanda dos bens de capital, quando aumentam a parcela do investimento financiada externamente e a imobilização do *portfolio* das firmas em ativos instrumentais de capital. O risco do credor, que eleva o preço de oferta dos bens de capital e também é formado subjetivamente, tem sua expressão objetiva, sobretudo, no custo e nos prazos dos contratos de financiamento. À medida que aumenta o grau de endividamento da empresa que investe, o aumento do risco do credor expressa-se pelo aumento no custo do financiamento e pela exigência de que seus prazos diminuam.

Figura 1

Funções preço de oferta (P_i) e preço de demanda (P_k) dos bens de capital



FONTE: Elaborado pela autora a partir de : MINSKY, H. P. (1986). **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University.

Uma firma tem uma estrutura financeira *hedge* quando a quase-renda esperada da utilização de seus ativos de capital é mais do que suficiente para fazer frente a todos os seus compromissos financeiros em todos os períodos em que tenham que ser atendidos, não havendo descolamento de prazo e nem de montante entre ativos e passivos; quando, ainda que apenas por alguns períodos, os compromissos financeiros são maiores que a quase-renda esperada da utilização produtiva do ativo de capital, se tem uma estrutura financeira que especula com a possibilidade de refinarçar seu passivo em condições (pelo menos) idênticas às atuais. O limite dessa situação, que é a emergência de uma estrutura Ponzi finance, ocorre quando a quase-renda esperada é insuficiente para fazer frente mesmo ao serviço da dívida. Nesse caso, capitalizam-se os juros junto com o principal da dívida, com a perspectiva de poder saldá-los mais adiante.

Segundo Minsky, na fase de ascensão econômica e expectativas favoráveis, posturas especulativas viabilizam-se porque caem os riscos do credor e do devedor: aumenta a parcela do investimento financiado externamente com recursos de

curto prazo, os lucros aumentam e realimentam os investimentos.⁶ Essa fase de crescimento econômico está associada, nos primeiros momentos, a taxas de juros estáveis num nível “baixo”. Contudo e ainda que não haja uma ação “restritiva” por parte das autoridades monetárias, os “banqueiros” do modelo de Minsky não sancionam, passiva e indefinidamente, a maior demanda por crédito dos investidores. À medida que o endividamento aumenta, irão, em determinado momento, aumentar as taxas de juros para compensar o risco crescente. E esta é uma tendência inexorável, ainda que as inovações financeiras, as ações “compensatórias” por parte das autoridades monetárias ou mesmo uma reavaliação a respeito dos níveis de endividamento aceitáveis possam postergá-la (WRAY, 1992).⁷ A elevação endógena da taxa de juros, incidindo sobre uma estrutura financeira frágil, precipitará a crise.

2 - Geração de fragilidade financeira via emissão de títulos de dívida

Num contexto de endividamento via mercado de capitais, emitir títulos de dívida direta de longo prazo com taxas de juros fixas, que permitam a compatibilização entre a quase-renda esperada da utilização dos ativos de capital, **Q**, e os compromissos financeiros, **CC's**, é assumir uma postura financeira

⁶ Outra forma especulativa de financiar o investimento, ainda que com recursos de longo prazo, é fazê-lo a taxas de juros flutuantes, ou em contratos que sejam repactuados periodicamente. E isto porque, obviamente, uma elevação da taxa de juros eleva a relação entre **CC's** e **Q**. Além disso, leva a uma queda no preço de demanda dos bens de capital, **P_k**, e a uma elevação no preço de oferta, **P_i**. A diferença em relação a uma posição especulativa “tradicional” é que não há necessidade de “rolagem” do débito, uma vez que já se garantiu o *funding* de longo prazo. Unidades econômicas que tenham seus compromissos financeiros e o retorno esperado do ativo cotados em moedas diferentes são também especulativas, independentemente do prazo de seu passivo. São potencialmente frágeis diante de uma desvalorização cambial, a qual pode elevar a relação **CC/Q** e pode também diminuir — e no limite reverter — a diferença entre **P_k** e **P_i**. É claro que essas posições podem ser alteradas com o uso de derivativos que protejam os agentes contra variações nas taxas de juros e câmbio. Na sequência deste capítulo, exploraremos essas questões em maior profundidade.

⁷ A demanda por recursos de curto prazo para financiar a produção de bens de capital é inelástica. Isto porque esses bens não têm valor até que sua produção, que precisa ser financiada, seja efetivamente concluída. Essa demanda inelástica por recursos financeiros só não se refletiria numa taxa de juros maior se sua oferta fosse perfeitamente elástica.

hedge.⁸ De outro lado, assumir uma postura especulativa numa fase de crescimento econômico estável e de expectativas favoráveis significa emitir, tipicamente, títulos de dívida de curto prazo.⁹ Tal opção, adotada para aproveitar-se o custo financeiro inferior de uma captação de curto prazo, acaba gerando uma situação na qual o prazo de maturação do ativo é superior ao do passivo.¹⁰ Não nos parece que a lógica dos agentes econômicos tenha se modificado em função dessas transformações do sistema financeiro. Com isso, queremos dizer que ainda entendemos válida a proposição de Minsky, segundo a qual as expectativas otimistas de devedores e credores quanto aos riscos levam a posturas mais especulativas na fase ascendente do ciclo econômico.

A natureza do risco do devedor é idêntica para uma economia de endividamento via títulos relativamente a uma economia de endividamento bancário. Isto é, o aumento da margem de segurança que o investidor requer, à medida que aumenta sua dependência de financiamentos externos, traduz-se numa redução de *Pk*. Contudo a vigência de um determinado nível de demanda efetiva e de lucros que, por um determinado período de tempo, valide as decisões e os passivos anteriormente assumidos acaba afetando positivamente as expectativas sobre os lucros futuros, elevando os investimentos presentes. Dessa forma, os agentes, confiantes na maior capacidade de cumprir seus

⁸ Para simplificar a exposição, estamos abstraindo o fato de que as emissões de títulos são, muitas vezes, feitas em moeda estrangeira, acrescentando o risco cambial nesse contexto. Ou seja, estamos assumindo que esses títulos ou venham a ser emitidos em mercados domésticos, ou, no caso de emissão em mercados internacionais, venham a ser pagos na mesma moeda em que o agente recebe suas receitas, ou, ainda, que algum mecanismo de *hedge* seja adotado para proteger totalmente o devedor de uma variação cambial desfavorável. Isso posto, não nos interessa muito, neste momento, que título seja esse: uma debênture, um *bond* vendido num mercado doméstico, um "eurobond", ou, ainda um *foreign bond*. O que interessa é que sejam títulos de longo prazo (para que sejam compatíveis com o prazo de maturação do ativo) e que paguem taxas fixas, permitindo a compatibilização entre o pagamento dos compromissos financeiros e a quase-renda esperada do capital.

⁹ Sempre que usarmos a palavra "estável", nesse contexto, estaremos nos referindo à estabilidade no custo de captação de recursos financeiros.

¹⁰ Se desconsiderarmos, novamente, o risco cambial, esse título de curto prazo pode ser um *commercial paper* ou uma *note* de prazo curto. Também se poderia pensar numa *note* de longo prazo, mas que pague taxas flutuantes, como as Floating Rate Notes. Nesse caso, porém, a fragilidade financeira fica "minimizada", porque, apesar de existir a possibilidade de elevação do custo do endividamento, que pode, no limite, inviabilizar um projeto, não há o risco da interrupção no financiamento para o período acordado (que, supostamente, é compatível com a maturação do projeto de investimento).

compromissos financeiros, estarão dispostos a aumentar seus passivos e a emitir, crescentemente, títulos de dívida de curto prazo. Tal disposição expressa a percepção de que está diminuindo o risco para o devedor. Não nos parece que a mudança no contexto financeiro institucional tenha modificado a natureza do risco do devedor, ou seja, permanece a tendência de assunção de posturas mais especulativas nas fases de crescimento econômico estável.

O risco do credor, que eleva o preço de oferta dos bens de capital, **Pi**, expressa as maiores exigências dos financiadores para com os devedores, sobretudo no que diz respeito a custo e prazo dos financiamentos, à medida que aumenta o grau de endividamento. Entretanto a aversão ao risco, por parte do credor, também tende a diminuir nas fases de crescimento econômico estável, o que sanciona, ou mesmo estimula, um volume maior de investimentos e a tomada de posições financeiras especulativas. Entretanto algumas observações devem ser feitas com respeito à natureza do risco do credor num contexto de mercado de capitais.

A avaliação do risco de crédito, no caso da emissão de títulos, tem aspectos peculiares e distintos dos que tinha no contexto em que os bancos comerciais, detendo os empréstimos que concediam como ativos nos seus balanços, eram os credores finais. Os bancos de investimento — ou bancos múltiplos, no caso, cada vez mais freqüente, de serem derrubadas as fronteiras entre os segmentos do mercado bancário — são os “coordenadores” dessas emissões. Em alguns casos, dependendo da natureza dos títulos, também as subscrevem, comprometendo-se a comprar o título a um preço acordado, quando não for possível colocá-lo no mercado. Assim sendo, parece mais adequado entender que o risco do credor, e a conseqüente avaliação das condições de financiamento, seja formado a partir da análise que é feita pelos bancos. Mas essa análise, obviamente, leva em consideração as tendências que o mercado aponta, dadas as condições nas quais vêm sendo negociados os títulos.¹¹

¹¹ Não se deve desconsiderar o peso que a avaliação das agências especializadas em análise de crédito exerce nesse processo, influenciando na análise de risco feita pelo “credor”. Tais agências atribuem às empresas uma classificação (*rating*), de acordo com as chances de honrarem suas dívidas: ser avaliado como *investment grade* (ter “grau de investimento”) é ter condições de lançar títulos considerados de baixo risco (ou não especulativos) e, assim, captar recursos a custo baixo. Mas duas observações devem ser feitas aqui. Em primeiro lugar, a própria fase de prosperidade e estabilidade econômica tende a influir na classificação que essas agências conferem aos agentes. Além disso, nesses períodos, tende a aumentar a propensão dos investidores a adquirirem títulos de empresas que têm classificação inferior à dos títulos que, segundo essas agências, deveriam compor um *portfolio* de baixo risco.

O fato de os investidores institucionais, que “interagem” com os bancos na avaliação de risco de crédito, serem os detentores finais dos títulos de dívida traz algumas particularidades a esse processo.¹² Avalia-se que, pela característica de seus *portfolios*, esses investidores tendam a ser menos “rigorosos” do que eram os bancos com relação à concessão de crédito. Os bancos, ao desempenharem seus papéis de “credores convencionais”, viam-se obrigados a uma melhor análise e ao acompanhamento de seus créditos, buscando resolver os eventuais problemas, já que o que estava em questão era a qualidade de seus próprios ativos (HEIMANN, apud PINTO, 1993). Entretanto a diversificação e a negociabilidade dos ativos que compõem o *portfolio* dos investidores institucionais tende a levá-los a aceitarem papéis de “qualidade duvidosa”. Conforme avalia Carter, os gestores de carteira :

“(…) insistem que a maior liquidez proporcionada pelo crescimento do mercado, junto com os desenvolvimentos computacionais de *hardware* e *software*, que permitem integrar o direcionamento e o gerenciamento do risco de mercado, realmente resulta em menor risco de *portfolio* do que era o caso até então (…)

“O problema (...) é que (...) Liquidez pode existir num mercado apenas até o momento em que há uma divergência de opiniões especulativas sobre a probabilidade da direção dos preços futuros” (CARTER, 1991-92, p.175).

A maior liquidez individual, proporcionada pela securitização, encoraja os gestores de carteira a aceitarem ativos de maior risco.¹³ Mas a liquidez é um atributo dos ativos que só se realiza quando existem opiniões divergentes no mercado. A convergência de opiniões é a própria crise, pois, nesse momento, tal atributo desaparece.

¹² Os chamados investidores institucionais — companhias de seguro, fundos de pensão, fundos mútuos e outros fundos de investimento — caracterizam-se por aplicar grande parte de seus recursos em títulos de renda fixa e no mercado de ações.

¹³ Um exemplo agudo da disponibilidade do mercado de capitais para aceitar altos riscos é dado pelo florescimento do mercado de títulos de alto retorno, os chamados *junk bonds* (títulos que, segundo análise de pelo menos uma das principais agências de avaliação de risco, estão abaixo do grau de investimento), onde são comercializados papéis que têm um retorno/risco maior, em função da menor probabilidade de serem honrados pelo seu emissor, probabilidade esta em muito influenciada pelo grau e pela qualidade do endividamento ou, nos termos de Minsky, pela estrutura financeira da empresa emissora, que tende a ser mais especulativa. Tais papéis, de alto risco, são demandados em função da “ilusão” de que a diversificação de *portfolio*, combinada com o alto grau de liquidez dos títulos que o compõem, protege-os de uma desvalorização.

Assim, no que diz respeito ao risco do credor nesse novo contexto financeiro, podemos dizer que sua avaliação é feita, em última instância, pela interação da análise de bancos e investidores institucionais.¹⁴ Nas fases de crescimento e estabilidade econômica, os aplicadores em títulos tendem a aceitar, crescentemente, papéis de qualidade de crédito “duvidosa”. E tanto mais quanto menores forem seus prazos de maturação, pois ainda que os títulos sejam negociáveis, um papel de curto prazo é sempre preferível a outro de longo prazo. Assim, no momento em que os devedores passam a preferir emissões de curto prazo para se beneficiarem das taxas menores, já que estão confiantes na manutenção — ou mesmo na contínua elevação — de seus preços, não encontram “resistência” por parte dos credores. Está aberto o caminho para a geração de um estado de fragilidade sistêmica.

Toda essa argumentação nos leva à conclusão de que, nesse novo quadro institucional, se verifica também a tendência de geração endógena de fragilidade financeira. O comportamento do risco do devedor, como já vimos, não tende a se alterar quando a forma do endividamento se modifica. Tal como no contexto em que os empréstimos bancários eram a forma predominante de endividamento, a maior dependência de financiamentos externos (nesse caso, via títulos de dívida) e o aumento na imobilização do *portfolio* da firma em ativos de capital reduzem o preço de demanda dos bens de capital, **Pk**. Mas também de maneira similar, nas fases de crescimento estável, altera-se a percepção dos devedores a respeito da estrutura de endividamento que é aceitável. Essa queda no risco do devedor traduz-se por um aumento no nível e uma piora na qualidade do endividamento planejado.

O fato de os bancos não serem os detentores finais dos papéis de cujas emissões participam (sejam ou não subscritores) pode levá-los, como vimos, a uma avaliação menos rigorosa do risco de crédito.¹⁵ É claro que sua avaliação deve estar em consonância com a avaliação dos investidores institucionais, os quais, em última instância, deterão os papéis em suas carteiras. Mas a avaliação destes também tende a ser relativamente menos rigorosa, graças à combinação de liquidez e diversificação dos ativos de seus *portfolios*. Com isso, queremos

¹⁴ O próprio fato de essa avaliação não estar sob inteira responsabilidade de um único agente, mas dividida, pode fazer com que cada agente, individualmente, veja diminuído seu grau de responsabilidade no processo.

¹⁵ A inexistência de risco de crédito para os bancos não quer dizer que outros riscos não existam. Uma emissão “mal-sucedida” pode abalar a imagem dos agentes envolvidos nessa emissão. E, dependendo dos mercados, estes correm o risco de serem legalmente responsabilizados pelas perdas em que eventualmente incorram os investidores.

dizer que, em fases de crescimento econômico estável, a queda no risco percebido pelo credor poderá até ser relativamente maior num contexto de mercado de capitais do que naquele descrito por Minsky.

Outro ponto interessante a destacar é que no mercado de capitais, talvez mais nitidamente do que no mercado de empréstimos bancários, a fase de crescimento econômico se associa a preços crescentes dos títulos, ou seja, a taxas de juros cadentes. O fato de existir mercado secundário amplo e organizado para os títulos (diferentemente do grau em que isso ocorre com os empréstimos, mesmo se levando em conta a possibilidade de securitizá-los, isto é, de transformá-los em títulos e vendê-los no mercado) faz com que seus preços incorporem, mais rápida e nitidamente, as percepções do mercado. Essa fase de expansão econômica tende a apresentar uma elevação no preços dos títulos, refletindo a queda no risco do credor: a maior disposição dos compradores de títulos de absorver um volume crescente de papéis.

Peculiaridade dessa economia de títulos é que, se os preços desses papéis se elevam na fase ascendente do ciclo econômico, a tendência altista permanece, parecendo assumir "dinâmica própria" e independente do ciclo de negócios. Nos termos do modelo de Minsky, isso significa dizer que a queda da taxa de juros, contrapartida da alta no preço dos papéis, não tem impacto sobre a estimativa do preço de demanda dos bens de capital, nem tampouco sobre seu preço de oferta, provavelmente por não refletir uma efetiva alteração nas expectativas e na percepção de risco dos agentes no que diz respeito à "decisão crucial" de investir. O componente especulativo, inerente à economia capitalista, busca autonomizar-se no âmbito dos mercados de ativos líquidos e não sinaliza uma elevação equivalente nos investimentos produtivos. Isso parece tornar-se possível porque, nas fases "altistas", as transações com ativos líquidos se tornam fonte permanente de renda para muitas corporações (BASTOS, 1996). Assim, *portfolios* cada vez mais "ocupados" por ativos líquidos, que também necessitam financiar-se e refinanciar-se, dão novos contornos à fragilidade financeira.¹⁶

¹⁶ Na seção 6, discutiremos o papel do mercado de crédito para o financiamento de posições em ativos líquidos.

Para concluir, podemos dizer que a tendência de geração de fragilidade financeira continua a se verificar — ainda que com novas características, o que certamente lhe confere um grau distinto de intensidade — quando a forma de financiamento típica é via emissão de títulos de dívida direta.¹⁷

2.1 - O impacto dos derivativos sobre a fragilidade financeira

Se, como vimos acima, não há porque supor que a tendência de surgimento de estruturas especulativas tenha desaparecido, e, pelo contrário, algumas características da nova institucionalidade financeira nos levam a crer que possa ter mesmo aumentado, cabe indagarmos se existem, nesse novo contexto, instrumentos capazes de minimizá-la. E, em caso positivo, se é razoável supor que venham a ser assim utilizados. Ainda que não tenhamos discutido se existe e como se opera uma tendência de alteração no custo dos títulos de dívida (o que faremos na seção 5), avaliaremos, neste momento, que papel desempenham os derivativos como instrumentos de proteção contra os riscos de volatilidade de preço desses papéis.¹⁸

Supondo que os agentes queiram proteger-se contra a instabilidade futura das taxas de juros, ao emitir um título de dívida de curto prazo eles podem, por

¹⁷ Vale salientarmos aqui, e para as análises subseqüentes — de geração de fragilidade financeira via uso de derivativos (subseção 2.1), emissão de títulos de propriedade e emissão de dívida bancária (seções 3 e 4 respectivamente) — que esse processo não se realiza de forma imediata e desenfreada. Seu desenvolvimento depende da postura de devedores e credores, que tende a ser tanto mais cautelosa quanto mais presente estiverem as lembranças de crises passadas, e depende também da atuação das autoridades monetárias. Além disso, a própria elevação dos lucros, em decorrência do aumento na taxa de investimentos, contribui para que as estruturas financeiras não se fragilizem tão rapidamente, já que possibilita o aumento do financiamento interno.

¹⁸ Derivativos financeiros são contratos cujo valor está baseado no valor de outro ativo subjacente, como ações, títulos, hipotecas, *commodities* ou moeda estrangeira, e assumem a forma de contratos futuros ou de opções. Um contrato futuro é um instrumento através do qual duas partes se comprometem a comprar ou vender um ativo, num determinado momento futuro, a um determinado preço. Os *swaps* são, basicamente, um conjunto de contratos a termo, podendo ser utilizados para fazer estratégias de proteção por vários períodos. Já num contrato de opção, negocia-se não um produto, ou um ativo, mas o direito sobre o que se chama de ativo-objeto ou título-objeto. Quem compra uma opção — que pode ser de compra (*call*) ou de venda (*put*) — tem o direito de exercê-la numa data específica e a um preço preestabelecido.

exemplo, comprar um contrato futuro, de opção ou fazer um *swap* de taxas de juros.¹⁹ Derivativos são instrumentos que permitem, a quem os utiliza, posicionar-se frente ao risco de preço de ativos. Guardadas as diferenças entre cada um desses instrumentos citados, o objetivo do agente ao utilizá-los seria proteger-se contra a “desconhecida” taxa de juros que irá enfrentar no futuro, “trocando-a” por uma taxa predefinida. Assim, à primeira vista, os derivativos poderiam ser saudados como a forma de “solucionar” a instabilidade financeira, tão “temida” por Minsky. Se os agentes, simultaneamente, assumem posições passivas de curto prazo, mantendo-se protegidos frente a uma instabilidade no mercado financeiro, é como se conseguissem subjugar a “rebeldia” dos mercados.²⁰

Vários pontos, aqui, merecem ser discutidos. O primeiro é que um derivativo é um instrumento que permite transferir o risco de preço dos ativos entre os agentes, e não eliminá-lo. Isto porque, logicamente, qualquer oscilação de preço do ativo-objeto do contrato derivativo leva uma das “pontas” da operação a incorrer numa perda.²¹ Se essa oscilação é muito forte, a perda é significativamente maior. Daí decorre o seguinte: como fazer uma proteção via derivativos significa, sempre, incorrer em custo, o custo de fazer proteção contra uma alta volatilidade no preço do ativo é muito elevado, desencorajando-a. A contraparte nessa operação exigiria um preço muito alto para assumir risco dessa magnitude. Sendo assim, é improvável que, mesmo que os agentes tivessem como objetivo proteger-se, eles estivessem de fato totalmente protegidos, caso ocorresse uma variação de grande magnitude:

“(...) as operações de derivativos são feitas com base em análises estatísticas e probabilísticas de risco, considerando margens de oscilação possíveis dos mercados (...) incluir na base de cálculo cenários como esses [de grande volatilidade] limitaria tanto a margem de operação que tornaria o negócio inviável para as instituições financeiras” (PINTO, 1993).

¹⁹ Estamos desconsiderando, para efeitos do desenvolvimento do “modelo”, variações de outros preços que não a taxa de juros. Devemos também ressaltar que nada impede que se usem derivativos com créditos bancários. Estamos apenas querendo caracterizar uma forma de endividamento tipicamente utilizada a partir da década de 80.

²⁰ Para aqueles que entendem que a instabilidade dos mercados resulta, sobretudo, da incompetência das autoridades governamentais em fazer política econômica, vale o mesmo tipo de raciocínio. Só que, nesse caso, o mercado teria conseguido uma arma não para se proteger de si mesmo, mas dos danos causados pelas interferências do governo.

²¹ Isso só não aconteceria nos casos, muito particulares, em que os agentes que estivessem nas duas “pontas” da operação buscassem proteção. Caso contrário, tem-se um *hedge* de um lado e um “especulador” do outro, ou mesmo “especuladores” em ambos os lados.

Contudo mais improvável ainda é a suposição de que um agente que assume uma posição especulativa — “descasando” seus ativos e passivos —, para beneficiar-se dos menores custos de uma captação de curto prazo, incorra nos altos custos necessários para, através do uso de derivativos, fazer uma forte proteção contra elevação nas taxas de juros. Entendemos, assim, que é mais adequado analisar o uso dos derivativos a partir de uma perspectiva mais ampla. Isto é, não como instrumentos de proteção contra o risco, mas como instrumentos que permitem posicionamento frente ao risco e que são usados de acordo com a lógica especulativa que preside a economia capitalista. Entendidos assim, os derivativos são “ferramentas” usadas para aumentar a competitividade dos agentes em geral, cujo uso tende a variar ao longo do tempo, condicionado às circunstâncias presentes e às expectativas futuras. Apropriados de tal concepção, não nos parece surpreendente, ou paradoxal, que os derivativos estejam hoje sendo usados, sobretudo, para fins “meramente especulativos”.

Segundo dados apresentados por Plihon (1995), cerca de 75% das transações que envolviam derivativos, na época, eram de “natureza especulativa”. Para esse autor, “O paradoxo levantado pelos derivativos decorre do fato de que estes instrumentos têm por objeto a cobertura contra os riscos financeiros e, no entanto, tornaram-se uma das causas da instabilidade das cotações contra a qual eles supostamente defendem os agentes econômicos.” (Ibid., p.66). A propósito dessa constatação de que os agentes vêm usando os derivativos cada vez mais para fins meramente especulativos, cabem alguns comentários. Esse tipo de avaliação está, em essência, expressando uma posição (não incomum) do analista, entendendo a especulação como uma anomalia do sistema econômico. Por isso aponta, indignado, para o “mau” uso que os “maus agentes” (os “especuladores”) fazem de um instrumento que “teria” por objeto a cobertura contra o risco.

Não é essa, obviamente, a nossa percepção. Pelo contrário, nada mais natural do que usar os derivativos a partir da *rationale* capitalista, especulativa. Até porque, os derivativos:

“(…) constituem instrumentos particularmente eficientes para os especuladores, em função dos poderosos efeitos de alavancagem que permitem. Dessa maneira, nos mercados organizados, os contratos a prazo de instrumentos financeiros permitem que se assumam posições especulativas imobilizando apenas uma parte pequena da liquidez sob a forma de depósitos de garantia” (PLIHON, 1995, p.66-67).

Levar em conta o uso potencial dos derivativos como instrumentos para “especulação” traz mais uma dimensão ao quadro de fragilidade financeira, tal como havia sido descrito por Minsky. Isto porque, quando posições especulativas

são assumidas via uso de derivativos, aqueles que eventualmente incorrem em perda, em função de uma oscilação no preço do ativo-objeto, sofrem um forte abalo no mercado.²² Essa possibilidade fica magnificada porque as operações com derivativos são operações alavancadas, nas quais os pagamentos devidos de uma parte à outra são feitos ao longo do contrato, ou no final da operação (dependendo do tipo de derivativo). E, se perdas substanciais acontecem, ativos podem ter que ser vendidos a fim de que se cubram as obrigações pendentes (McCLINTOCK, 1996).

3 - Geração de fragilidade financeira via emissão de títulos de propriedade

Emitir ações é uma alternativa de captação de recursos num ambiente de mercado de capitais. É também nossa tarefa, portanto, analisar se há uma tendência de geração de fragilidade financeira quando as empresas financiam seus investimentos através da emissão de títulos de propriedade.

Na medida em que o lançamento de ações não é uma forma de financiamento via endividamento, mas via capitalização, perde o sentido analítico falarmos em risco do devedor e do credor. O risco da emissão de novas ações, que está expresso numa redução do preço de demanda dos bens de capital, não é o risco do devedor (porque não é dívida), mas o "risco dos antigos acionistas": risco de que o preço "atrativo" da nova emissão diminua seu retorno e risco de perda de posição acionária em função da incorporação de novos sócios.²³

²² Por sua própria natureza, pela inexistência de ajustes a mercados diários (desembolso de uma das partes para cobrir perdas na operação, que é uma característica dos mercados futuros) e pelo fato de o prêmio (preço) da opção ser sensivelmente menor que o preço dos ativos a que se refere, o mercado de opções possui maior flexibilidade e maior potencial de alavancagem que os mercados futuros.

²³ A respeito dos inconvenientes que a emissão de novas ações acarreta para os antigos acionistas, estes têm, fundamentalmente, dois aspectos. Uma nova emissão, ao aumentar a oferta de ações de determinada empresa, tende a, tudo o mais constante, diminuir seu preço, impondo uma diminuição na rentabilidade dos antigos acionistas. Isto porque a rentabilidade do papel fica definida (a) pelo preço da ação no início do período, (b) pela quantidade de dividendos recebidos no período e (c) pelo preço da ação quando da sua venda. O segundo aspecto relaciona-se à possibilidade de perda do controle acionário quando há novas emissões de ações e queda nos seus preços, a não ser que os antigos acionistas integrem proporcionalmente a nova emissão.

De outro lado, também não faz sentido falar-se em risco do credor (que só existe como contrapartida do devedor), mas no risco dos “novos acionistas”: a elevação no preço de oferta dos bens de capital expressa o custo crescente da capitalização via emissão de ações. É a contrapartida das exigências do mercado para que as ações sejam lançadas a um preço baixo e para que um pagamento “mínimo” (o que não quer dizer necessariamente baixo) de dividendos seja cumprido.²⁴ Mas quem avalia essas exigências do mercado, ou seja, a quem compete avaliar o risco dos novos acionistas? Entendemos que esse processo tem semelhança com o processo de emissão de títulos de dívida. Isto é, a avaliação da qualidade e do potencial de rentabilidade dos papéis (e a conseqüente determinação de seus preços) tende a ser feita pelos bancos de investimento (ou múltiplos), em consonância com as exigências do mercado.

A partir daí, que comportamento podemos esperar de antigos e novos acionistas para uma fase de prosperidade e estabilidade econômica?²⁵ Pode-se esperar que, tal como acontece para devedores e credores, seus riscos percebidos diminuam, o que sancionaria a emissão de títulos em volume crescente? De parte dos antigos acionistas, essa fase de preços ascendentes das ações e também, provavelmente, de pagamentos satisfatórios de dividendos tende a diminuir a rejeição ao lançamento de novas ações — ainda que permaneça o risco de diluição da posição acionária. A queda no risco do antigo acionista tende a sancionar uma maior emissão de ações. Comportamento similar pode-se esperar dos novos acionistas, que, nesses períodos, tendem a diminuir suas exigências, sobretudo quanto ao preço de lançamento das ações, confiantes que estão na continuidade da valorização do título no mercado.

Sendo esta a disposição dos agentes nas fases de prosperidade e estabilidade econômica, a queda no risco de antigos e novos acionistas facilita a emissão de um volume crescente de ações. O que nos cabe analisar, ainda, é o que significa, para a empresa e para o ambiente econômico, essa emissão de um volume maciço de ações.

²⁴ O pagamento de dividendos para os acionistas é “caro” para as empresas, porque não recebe nenhum benefício fiscal, ao contrário do pagamento de juros, que reduz o lucro sobre o qual se apura o imposto devido. Além disso, os acionistas tendem a exigir um retorno elevado de seus ativos, em função da não-obrigatoriedade do pagamento de dividendos e da sua *junior position*: posição inferior do acionista relativamente a credores, fornecedores, etc., para receber da empresa numa eventual falência desta (ROSS et al., 1995).

²⁵ Vale aqui a mesma observação que já fizemos para o mercado de títulos. Nesses mercados, a fase de crescimento “estável” é, talvez paradoxalmente, uma fase de instabilidade para cima do preço desses ativos.

Fragilidade financeira parece não ser, à primeira vista, o conceito mais adequado para designar a situação de uma empresa que emitiu um grande volume de ações no mercado. Segundo Minsky, uma unidade especulativa é aquela na qual o prazo de maturação do ativo é superior ao do passivo. E como emitir um título de propriedade não é emitir passivo, tal conceito, a princípio, não se aplicaria ao nosso caso. Contudo uma outra maneira de analisar a estrutura financeira de uma unidade econômica é cotejar seus compromissos financeiros com a quase-renda esperada para determinados períodos. Se aqueles são maiores do que esta, pode-se dizer que a unidade é especulativa. O pagamento de dividendos e a valorização das ações são compromissos da firma para com seus acionistas, ainda que tais compromissos não tenham a força legal do pagamento de uma dívida, cujo não cumprimento pode levar ao pedido de falência do inadimplente. Assim, a eventual reversão da tendência de crescimento de preço de ações e a queda no ritmo de atividade econômica levam a que as empresas não mais consigam atender às exigências de retorno de seus atuais acionistas, tanto no que diz respeito ao pagamento de dividendos quanto no que diz respeito à valorização no preço das ações.²⁶ A contínua necessidade de valorização dos títulos, sob pena de frustração das expectativas (e também dos compromissos) dos acionistas, é a expressão da fragilidade crescente dessa economia.²⁷

Interessante observar aqui, novamente, que a tendência de alta no preço desses papéis, desencadeada na fase ascendente do ciclo econômico, ganha fôlego próprio a partir de determinado período, auto-alimentando-se através dos ganhos de capital. A "ruptura", ainda que parcial, com a atividade produtiva subjacente evidencia-se pela dissociação, feita no mercado, entre o preço de demanda (estimado) dos bens de capital e sua *proxy*, o preço de mercado das ações. A elevação no preço dos títulos não sanciona uma elevação proporcional no nível de investimentos, sinalizando que os próprios agentes percebem a possibilidade, ainda que temporária, da insubordinação do ciclo das finanças ao ciclo produtivo.

²⁶ Do ponto de vista da empresa individual, a queda no preço de suas ações fará, muito provavelmente, com que os antigos acionistas venham a ter um retorno negativo dos seus papéis. Essa espécie de *default* nos acionistas tende a dificultar seu eventual retorno ao mercado acionário.

²⁷ Ainda que tenhamos feito uma analogia entre risco do devedor *versus* risco do antigo acionista e risco do credor *versus* risco do novo acionista, fazer uma comparação de grau entre eles nos parece descabida. Isto é, não achamos possível comparar se o risco do antigo acionista cai mais ou menos nas fases de expectativas favoráveis, *vis-à-vis* ao risco do devedor. E vale o mesmo para risco do credor *versus* risco dos novos acionistas.

A conclusão de que também há a tendência de geração de fragilidade financeira, ainda que com novos contornos, quando a forma típica de financiamento da economia é via emissão de ações, complementa nossa resposta no que diz respeito à possibilidade de adequação da teoria de Minsky para um ambiente de mercado de capitais.

4 - O papel do sistema bancário para a geração de fragilidade financeira numa economia de mercado de capitais

O último ponto importante a considerar quanto à geração de fragilidade financeira sistêmica num contexto onde predomina o mercado de capitais diz respeito aos reflexos sobre o sistema bancário e às respostas dadas por este diante do crescimento do mercado de títulos. A pressão competitiva sobre o sistema bancário, não só em função da securitização, mas também da desregulamentação e da globalização, reduziu os *spreads* de suas operações tradicionais. Essa circunstância acaba encorajando os intermediários financeiros a aceitarem maiores riscos, para compensar a perda de rentabilidade (CARTER, 1989, 1991-92). E muitas das inovações financeiras do período, como a securitização de empréstimos, o desenvolvimento de um mercado de títulos de alto retorno, as operações *off-balance* em geral e com derivativos, permitem essa maior exposição ao risco.

Duas ordens de questões mutuamente relacionadas derivam dessa nova posição do sistema bancário. A primeira está relacionada ao comportamento mais tolerante dos bancos no que tange ao crédito. Dado que as empresas com melhor qualidade de crédito passam a acessar diretamente o mercado de capitais, os bancos comerciais tendem a financiar, crescentemente, empresas e empreendimentos mais especulativos, assumindo maiores riscos de crédito para compensar sua perda de receita. Nesse sentido, os bancos estariam financiando, nas fases ascendentes do ciclo econômico, agentes com uma relação mais elevada entre *CC's* e *Q* relativamente ao "estágio" anterior do sistema financeiro. A possibilidade de securitizar alguns ativos tradicionalmente não negociáveis, como os empréstimos, também contribui para piorar a qualidade dos créditos concedidos pelos bancos.²⁸ A tendência, num contexto em que os empréstimos podem ser

²⁸ Mesmo as análises mais "otimistas" desse processo entendem que a securitização é, pelo menos, uma "faca de dois gumes". Porque os empréstimos de melhor qualidade tendem a ser vendidos, mas os que ficam nos balanços são os de pior qualidade (BANCOS..., 1996).

transformados em títulos e vendidos no mercado, “descarregando” os balanços dos bancos, é de que estes avaliem de maneira menos rigorosa seus créditos, contribuindo, desse modo, para um aumento relativo da fragilidade financeira sistêmica.

A outra ordem de questões está relacionada ao crescimento das operações “fora de balanço” (*off-balance*), nas quais os bancos comerciais vêm se engajando como forma de compensar sua perda de mercado. Um exemplo dessas operações são as cartas de garantia que oferecem aos emissores de títulos, através das quais os bancos garantem o crédito da empresa emissora (ou tomadora), caso esta não consiga honrar seu papel no mercado. Mas tal operação não fica registrada no balanço, não requerendo, portanto, adequação no montante de capital da instituição que dá a garantia.²⁹ Outro aspecto importante da emissão desses papéis é que estes são adquiridos, muitas vezes, pela garantia que carregam da instituição financeira que emitiu a carta de crédito, a qual ajuda a melhorar o preço e a negociabilidade dos títulos.

Outro exemplo de operações *off balance* nas quais os bancos vêm se engajando, crescentemente para compensar a perda nas suas operações de crédito convencionais, são as próprias operações com derivativos. Ainda que não exijam base de capital, as operações com derivativos envolvem riscos significativos. Os principais são os riscos de crédito, de liquidez e de mercado.³⁰ O **risco de crédito** está ligado ao não-cumprimento da obrigação contratual pela contraparte. O **risco de liquidez** tem duas dimensões: a periódica necessidade de liquidez que não pode ser antecipada e a possibilidade de que as transações de um participante no mercado de derivativos afetem seu preço. O **risco de mercado**, ou risco de preço, é o mais evidente: diz respeito às perdas devido a variações no valor de mercado de uma posição, antes que ela possa ser compensada ou liquidada.³¹

Com todas essas operações *off balance*, as instituições conseguem “driblar” um mecanismo de regulação do sistema, que é o requerimento de uma base de capital compatível com o volume de suas operações ativas. Se o sistema bancário convencional se torna, nessa circunstância, ainda mais especulativo — na

²⁹ Deve-se registrar, contudo, que existe uma tendência crescente de reportar as chamadas operações *off balance* nos demonstrativos financeiros, em resposta às crescentes exigências das autoridades e do próprio mercado.

³⁰ Ver Cornford (1996) para uma discussão mais detalhada a esse respeito.

³¹ Segundo Plihon (1995, p.67), “(...) os bancos controlam cerca de 75% do mercado de derivativos. Alguns tomam para si posições especulativas acionando um efeito de alavancagem 25 vezes maior que os capitais envolvidos.”

tentativa de superar as perdas que vem sofrendo em função da concorrência de outros agentes financeiros e das crescentes exigências das autoridades regulatórias —, a maior fragilidade desse setor também contribui para aumentar a fragilidade financeira sistêmica.³²

5 - Instabilidade financeira numa economia de mercado de capitais

Na economia descrita por Minsky, a instabilidade era precipitada pela elevação endógena das taxas de juros. Esta ocorria em função da percepção dos credores, a partir de certo momento, de que era preciso elevar as taxas para compensar o alto nível de endividamento das unidades que exigiam refinanciamento e também em função da própria limitação ao crescimento continuado da oferta de moeda endógena, dado o limite de reservas do sistema. A questão que se impõe, nesse momento, é: há uma tendência de geração de instabilidade financeira nesse novo contexto em que se financia especulativamente não só a aquisição de ativos instrumentais de capital, mas também de ativos líquidos? É da natureza desse sistema que o preço desses ativos — títulos de dívida e propriedade — caia significativamente a partir de certo momento, impactando a atividade econômica, dificultando o refinanciamento de agentes especulativos e levando aqueles que detêm títulos em seus *portfolios* — sobretudo bancos e investidores institucionais — a incorrer em significativas perdas de capital?

Analogamente ao que se verifica no mercado de crédito bancário, é a análise dos agentes participantes do mercado de capitais de que os riscos estão elevados, de que o preço dos títulos é incompatível com a estrutura financeira das empresas emissoras e com suas expectativas de rentabilidade e de que é improvável que a fase de valorização patrimonial crescente se prolongue que leva o mercado a uma tendência “vendedora”. Nesse momento, muitos aplicadores procuram “realizar lucros”, apostando na interrupção da curva ascendente dos preços por entenderem que a expectativa de rentabilidade, incorporada ao preço dos títulos, guarda pouca relação com a realidade ora percebida. Ao fazerem isso, “auto-realizam a profecia”. As vendas efetuadas em função da expectativa de queda

³² Não esqueçamos que um banco comercial é especulativo pela natureza das operações que executa, visto que há, tipicamente, um descolamento entre seus prazos — as passivas tendem a ter prazos menores que as ativas.

nos preços precipitam esse movimento e conformam uma nova realidade. A alta velocidade na transmissão de dados e a transferência de fundos, propiciada pela revolução na rede computacional, aumentam a velocidade da queda dos valores dos ativos quando a pressão das vendas se generaliza (COSTA, 1996).

Alia-se a isso o fato de que o mercado de crédito é uma fonte importante de recursos para financiar as aquisições no mercado de capitais. Assim, no momento em que se “aquece” o mercado de capitais, está crescendo, concomitantemente, a demanda por recursos para financiar essas posições junto ao mercado bancário. Com a dinâmica já descrita, desencadeia-se no mercado monetário o movimento típico de elevação endógena das taxas de juros. Com a diferença, agora, de que os agentes não estão aumentando seu endividamento especulativo junto ao sistema bancário para adquirir somente ativos de capital. Fazem-no, também, para adquirir ativos líquidos, entendendo que possam obter ganhos de capital num contexto em que o preço dos títulos vem crescendo, numa tentativa reiterada de “insubordinar” o mercado de ativos líquidos ao de ativos instrumentais de capital. Essa elevação nas taxas de juros de curto prazo tende a pressionar, no mesmo sentido, as taxas de longo prazo,³³ e a elevação nas taxas de longo prazo é a expressão da queda no preço dos títulos de longo prazo. Minsky já apontara isso em sua análise:

“Num mercado de capitais moderno, financiamento de curto prazo é usado para financiar algumas posições em ações e títulos. Isto significa que uma rápida elevação nas taxas de juros de curto prazo pode levar a uma elevação acentuada nas taxas de longo prazo, ou seja, a uma queda no preço das ações e títulos” (MINSKY, 1986, p.195).

Esse ajuste deflacionário é ainda mais “típico” nos ambientes em que prevalece a securitização, no qual as “tensões” são “resolvidas” pela queda no preço dos ativos (BELLUZZO, 1995).³⁴

Além do mais, mesmo assumindo que estejamos num modelo de financiamento anglo-saxão, o sistema bancário convencional continua sendo alternativa de financiamento de investimento de uma parcela do setor produtivo. Assim sendo, a fase prolongada de crescimento estável e o conseqüente aumento

³³ Com isso, não estamos afirmando que não possa haver uma reversão exógena, causada pela atuação das autoridades monetárias preocupadas com a “euforia irracional” dos mercados, mas apenas reiterando que há mecanismos endógenos geradores da instabilidade.

³⁴ Para Belluzo (1995), o sistema de crédito seria, ao contrário, um sistema com tendência inflacionária, já que suas “tensões” são “resolvidas” pela atuação do Banco Central como empregador de última instância.

do endividamento especulativo implantam as condições para sua própria reversão, pela elevação das taxas de juros dos empréstimos. O que pode se detectar, assim, é a interação da tendência de instabilidade de dois mercados — monetário e de capitais —, que estão cada vez mais interligados.

Mas quais seriam as conseqüências imediatas da “explosão da bolha especulativa” sobre o sistema econômico? Se, de um lado, temos a ocorrência de processos auto-alimentados de valorização no preço dos ativos líquidos, “descolados” da atividade econômica, temos também, em contrapartida, um “descolamento”, ainda que parcial, no que diz respeito às conseqüências do ajuste. Os custos da correção podem ser parcialmente absorvidos, no âmbito da esfera financeira, pela “queima” de parcela dos lucros que as instituições tiveram durante a fase de crescimento dos preços. Contudo essa insubordinação é, e só pode ser, apenas parcial, o que significa dizer que seus efeitos tendem a se fazer sentir sobre a atividade econômica.³⁵ Os problemas de solvência e liquidez das instituições que têm seus *portfolios* depreciados provocam rupturas na cadeia de pagamentos e recebimentos, cuja ramificação tende a atingir o setor produtivo. Sua conseqüência mais imediata seria a dificuldade de manter-se o ritmo de investimentos e o nível de lucros, dado o “abalo” dos mercados de financiamento e o acentuado aumento dos custos financeiros — situação que tende a permanecer até que o mercado consiga avaliar a efetiva extensão da crise. Em função disso, agentes endividados enfrentam dificuldades para saldar seus compromissos financeiros. Corrobora para isso o fato de que, tendo sido grande parte do endividamento feito via títulos de dívida direta, é muito improvável que se viabilize sua “rolagem”: nessas circunstâncias, os investidores não absorverão novas emissões. A pulverização dos títulos nos *portfolios* de vários investidores institucionais dificulta esse tipo de negociação com os credores (COSTA, 1996). O “abalo” nos mercados de financiamento, o *default* de devedores, o enfraquecimento de seus credores e de muitos investidores que viram seus ativos se deteriorarem em função da queda de preços impactam a trajetória da economia.³⁶

6 - Conclusão

Minsky analisou, detalhadamente, o processo de geração endógena de instabilidade numa economia de crédito. Nosso propósito neste trabalho foi discutir

³⁵ Não fosse assim, não estariam as autoridades monetárias sempre atentas ao comportamento dos mercados de títulos.

³⁶ Também daqueles que assumiram posições altamente especulativas através do uso de derivativos, por exemplo, e que têm que cumpri-la.

a adequação de sua hipótese ao novo contexto institucional do sistema financeiro. O objetivo, em outras palavras, foi avaliar os impactos macroeconômicos — do ponto de vista da geração de maior fragilidade sistêmica e da conseqüente geração de crises — da utilização dos novos instrumentos financeiros: permanece a economia capitalista com sua instabilidade (financeira) inerente ou estará o mercado, finalmente, a caminho de forjar soluções para seus próprios dilemas?

Para responder a essa questão, foi preciso qualificar analiticamente o modelo, adequando-o ao novo cenário institucional. Feito isso, concluímos que a Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky continua sendo valioso instrumento para analisar a origem, a dinâmica e as conseqüências da instabilidade financeira, inclusive para uma economia de mercado de capitais.

Bibliografia

- DEOS, Simone de - Instabilidade financeira numa economia de mercado de capitais.
- BANCOS estão mais sólidos (1996). **Gazeta Mercantil**, São Paulo, p.A-1, B-5, 28 maio. (Trad. Survey do The Economist)
- BASTOS, P. P. Z. (1996). **A nova dinâmica da instabilidade financeira**. Campinas. (mimeo).
- BELLUZZO, L. G. M. (1995). O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados 'globalizados'. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.4, jun.
- CARTER, M. (1989). Financial innovation and financial fragility. **Journal of Economic Issues**, Lincoln, v.23, n.3, sept.
- CARTER, M. (1991-92). Uncertainty, liquidity and speculation: a keynesian perspective on financial innovation in the debt market. **Journal of Post Keynesian Economics**, Armonk, v. 14, n.2, winter.
- CORNFORD, A (1996). Some recent innovations in international finance: different faces of risk management and control. **Journal of Economic Issues**, Lincoln, v.30, n.2, jun.
- COSTA, F. N. (1996). **Ataque especulativo de Soros**. Campinas. (mimeo).
- DEOS, S. S (1997). **A hipótese da instabilidade financeira de Minsky numa economia de mercado de capitais**. Porto Alegre : UFRGS/ IEPE. (Dissertação de mestrado em economia).

- McCLINTOCK, B. (1996). International financial instability and the financial derivatives market. **Journal of Economic Issues**, Lincoln, v.30, n.1, mar.
- MINSKY, H. P. (1986). **Stabilizing an unstable economy**. New Haven : Yale University.
- PINTO, C. (1993). Os novos riscos do mercado financeiro. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 29 abr.
- PLIHON, D. (1995). A ascensão das finanças especulativas. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.5, dez.
- ROSS, S. S. *et al.* (1995). **Fundamentals of corporate finance**. Boston : Richard D. Irwing.
- WRAY, L. (1992). Minsky's financial instability and the endogeneity of money. In: FAZZARI, S. M., PAPANIMITRIOU, D. B., eds. **Financial conditions and macroeconomic performance: essays in honor of Hyman P. Minsky**. New York : M. E. Sharpe.

Abstract

Hyman Minsky is one of the key authors in the monetary economics field, being a benchmark for many. The Financial Instability Hypothesis that he developed relates the cyclical and unstable behavior of the capitalist economies to the increasing systemic indebtedness necessary to finance investment production. Minsky's theoretical framework was built based on an economy where the banking credit was the bulk of the financing system. However, one of the main characteristics of the contemporary financial system is the increasing fund raising done through securities issuing, both tradable bonds and equities. In other words we have been seeing a transition from an economy where fund raising based on banking credit prevailed to another where funds have been increasingly obtained in the capital markets. Given that, the main goal of this article is to defend the adequateness of the Financial Instability Hypothesis to the new financial system scenario. To do that we discuss the macroeconomic effects - from the point of view of the generation of higher fragility and, consequently, the susceptibility to crisis - that result from the use of the new financial instruments.