

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

MICHAEL PRUDENCIO FAVERO

**O PAPEL CONTRACÍCLICO DOS BANCOS PÚBLICOS FEDERAIS APÓS A
ECLOSÃO DA CRISE FINANCEIRA DE 2008: UMA ANÁLISE A PARTIR DE
MINSKY**

Porto Alegre

2013

MICHAEL PRUDENCIO FAVERO

**O PAPEL CONTRACÍCLICO DOS BANCOS PÚBLICOS FEDERAIS APÓS A
ECLOSÃO DA CRISE FINANCEIRA DE 2008: UMA ANÁLISE A PARTIR DE
MINSKY**

Trabalho de conclusão submetido ao curso de Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Ricardo Dathein

Porto Alegre

2013

MICHAEL PRUDENCIO FAVERO

**O PAPEL CONTRACÍCLICO DOS BANCOS PÚBLICOS FEDERAIS APÓS A
ECLOSÃO DA CRISE FINANCEIRA DE 2008: UMA ANÁLISE A PARTIR DE
MINSKY**

Trabalho de conclusão submetido ao curso de Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Ricardo Dathein

Aprovado em: Porto Alegre, 28 de novembro de 2013.

Prof. Dr. Ricardo Dathein - orientador

Prof. Dr. André Moreira Cunha

Prof. Dr. Marcelo Milan

Dedico à minha mãe, por tudo.

RESUMO

A monografia realiza uma avaliação da atuação do sistema financeiro público federal brasileiro ao longo do período imediatamente posterior ao contágio sofrido pela economia brasileira pela crise financeira internacional. Utiliza-se como referencial teórico a Hipótese da Instabilidade Financeira para mostrar como se constitui a fragilidade intrínseca do capitalismo, e apresentam-se os caminhos apontados por Minsky para mitigá-la. A fim de verificar o potencial explicativo do arcabouço teórico minskyano, realiza-se uma análise do processo de gestação e eclosão da crise financeira global de 2007-2008. Posteriormente, avaliam-se os canais de contágio da crise internacional para a economia brasileira e quais foram os meios adotados pelo governo brasileiro para reduzir seus efeitos. Partindo da noção minskyana de *Big Government*, evidencia-se o quão relevante foi a atuação das instituições bancárias públicas para o enfrentamento do recente abalo financeiro global. Por fim, analisa-se a magnitude da ação contracíclica operada pelo sistema financeiro público nacional durante o período mais crítico da crise.

Palavras-chave: Crise financeira. Bancos públicos. Minsky. Política econômica.

ABSTRACT

This dissertation assesses the performance of the Brazilian national financial system throughout the period immediately after the contagion suffered by the Brazilian economy due to the international financial crisis. It uses the Financial Instability Hypothesis as theoretical framework to demonstrate how the intrinsic fragility of capitalism is constituted, and presents the paths pointed by Minsky to mitigate this fact. In order to verify the explicative potential of Minsky's theory, an analysis of the management process and outbreak of the global financial crisis of 2007-2008 is carried out. The work later evaluates the contagion channels of the international crisis for Brazilian economy and the means adopted by the Brazilian government in order to reduce its effects. Based on the Minskyan notion of Big Government, the work demonstrates the relevance of the performance of public banking institutions in facing the recent global financial shock. The work ultimately analyses the magnitude of the countercyclical action operated by the national financial system during the most critical phase of the crisis.

Keywords: Financial Crisis. Public Banks. Minsky. Economic Policy

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Evolução dos preços de imóveis nos EUA entre março de 1987 e março de 2012. (Março de 2000 = 100)	31
Gráfico 2: Taxa de câmbio no Brasil: 2006-2010 (R\$/US\$).....	42
Gráfico 3: Percentual de recursos provenientes de bancos públicos e privados dentro do total das operações de crédito, Brasil, jul.2008-jul.2010.	47
Gráfico 4: Evolução dos desembolsos do BNDES (em R\$ bilhões).....	48

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
2 MINSKY E A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA	12
2.1 AS ORIGENS DA INSTABILIDADE	12
2.2 COMO ESTABILIZAR UMA ECONOMIA INSTÁVEL?	21
3 A CRISE FINANCEIRA DE 2008	25
3.1 RUMO À FRAGILIZAÇÃO	25
3.2 O “MOMENTO MINSKY”	33
4 A CRISE NO BRASIL E A ATUAÇÃO DOS BANCOS PÚBLICOS FEDERAIS...39	
4.1 A CRISE CHEGA AO BRASIL	39
4.2 A IMPORTÂNCIA DOS BANCOS PÚBLICOS FEDERAIS NO COMBATE À CRISE	44
5 OBSERVAÇÕES CONCLUSIVAS	51
REFERÊNCIAS	53

1 INTRODUÇÃO

Até a eclosão da crise no mercado hipotecário norte-americano em meados de 2007, predominava no pensamento ortodoxo a ideia de que os mercados funcionam de maneira eficiente quando não regulados pela “mão visível” do Estado. Entretanto, devido à dimensão global que a atual crise atingiu, essa visão (neo) liberal foi posta em xeque, uma vez que o problema teve origem no setor financeiro norte-americano, que há décadas vinha sofrendo o intenso movimento de desregulamentação. Assim, se faz necessário compreender como ocorre o processo de formação de crises dentro do sistema capitalista e, além disso, analisar a importância e os limites da atuação do Estado no sentido de reduzir a extensão dos ciclos recessivos pelos quais a economia atravessa de tempos em tempos.

Dada a sua magnitude e seu poder de contágio, que afetou negativamente grande parte da economia global, a recente crise financeira internacional se apresenta como um tema de absoluta relevância para a teoria econômica. Após a eclosão da crise, um autor em particular - Hyman P. Minsky - passou ao centro do debate econômico devido sua teoria acerca do papel que o setor financeiro representa dentro de uma economia capitalista. Minsky (2009a) afirma que o capitalismo é intrinsecamente instável devido ao fato de que em momentos de ascensão econômica os agentes tendem a adotar posturas cada vez mais especulativas, tornando assim a estabilidade “desestabilizante”. Neste cenário, o estado surgiria como um agente capaz de atenuar a recessão via ações contracíclicas (“*Big Government*”).

Dado seu significativo grau de inserção no cenário financeiro global, a economia brasileira não tardaria em ser afetada pela turbulência internacional. Um dos primeiros sinais mais consistentes de que a crise chegara ao Brasil ocorreu nos últimos meses de 2008, expondo a fragilidade do arranjo financeiro ao qual estavam atreladas diversas empresas de elevada importância no cenário nacional. Visando defender-se da forte apreciação do real verificada no período pré-crise, estas empresas realizaram operações com derivativos cambiais apostando na persistência da valorização do real. Todavia, com o recrudescimento da crise, a fuga para liquidez no mercado internacional determinou uma abrupta desvalorização da moeda

brasileira frente ao dólar, impondo enormes perdas a estas empresas. A partir deste momento, os grandes bancos privados reduziram fortemente o ritmo de concessão de empréstimos, congelando a liquidez e colocando as instituições financeiras de pequeno e médio porte em sérias dificuldades.

A fim de evitar que o “empoçamento da liquidez” causasse danos maiores no lado real da economia e levasse à falência parte do sistema financeiro nacional, o governo brasileiro adotou uma série de políticas visando reverter o estado de expectativas dos agentes e retomar o crescimento interrompido com o advento da recessão. Dentre estas medidas, destaca-se a utilização das instituições pertencentes ao sistema financeiro público - sobretudo BNDES, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal – como mantenedoras do mercado de crédito no país ao longo do período mais crítico da crise.

O principal objetivo do presente trabalho é analisar a magnitude do movimento anticíclico operado bancos públicos federais após o advento da crise financeira global. Para realizar tal tarefa, será usado como referencial teórico as ideias contidas na Hipótese da Instabilidade Financeira, desenvolvida por Minsky. Ademais, serão utilizados dados provenientes de órgãos oficiais para mensurar o posicionamento de mercado das instituições financeiras públicas no pré e pós-crise com o intuito de verificar a intensidade da atuação do *Big Government* brasileiro durante o ciclo recessivo. Como objetivos secundários, realiza-se uma revisão teórica das principais ideias de Minsky (2009a) em relação à temática das crises financeiras e avalia-se o potencial explicativo da Hipótese da Instabilidade Financeira, verificando o quão aderente ela se mostrou em relação aos fatos que levaram à eclosão da crise 2008. Ademais, será traçado um panorama das ações implementadas pelo governo brasileiro para minimizar os efeitos da crise.

A hipótese central do trabalho é de que os bancos públicos federais foram fundamentais para atenuar os efeitos da crise financeira de 2008 sobre a economia brasileira. O papel anticíclico desempenhado por essas instituições no mercado de crédito representou a manutenção da liquidez em um momento no qual os bancos privados adotaram uma postura extremamente conservadora em relação à concessão de novos empréstimos devido à situação na qual se encontrava a economia global.

A monografia aplicará ao caso específico da economia brasileira a teoria Minskyana da instabilidade com o objetivo de mostrar se houve um movimento deliberado por parte do governo brasileiro no sentido de se contrapor ao ciclo recessivo iniciado pela crise. Dessa maneira, será possível verificar o papel contracíclico do sistema bancário público neste processo e perceber a importância da atuação do Estado para minimizar as falhas inerentes ao sistema de livre mercado, sobretudo, neste caso, à tendência dos bancos privados de atuar de maneira pró-cíclica em momentos de crise.

O trabalho está dividido em três capítulos. Inicialmente, será feita uma revisão da teoria proposta por Minsky (2009b) acerca do processo de gestação e eclosão de crises financeiras. Ainda no primeiro capítulo, será esmiuçada a Hipótese da Instabilidade Financeira para demonstrar porque o sistema capitalista é intrinsecamente instável e propenso ao surgimento de crises. Ademais, a primeira sessão mostrará os caminhos apontados por Minsky (2009a) para mitigar os efeitos dessa instabilidade inerente ao capitalismo.

No segundo capítulo, a teoria proposta por Minsky (2009a) será analisada a luz dos acontecimentos que levaram à eclosão da crise financeira de 2008. Em um primeiro momento serão apresentados os principais acontecimentos que levaram à formação da bolha especulativa no setor imobiliário norte-americano. Em seguida, verifica-se se a Hipótese da Instabilidade Financeira consegue explicar de maneira consistente como a crise se formou, bem como os porquês dela ter atingido proporções globais. Além disso, realiza-se uma análise sucinta de como o governo dos Estados Unidos agiu diante do agravamento da crise.

A terceira e última seção do trabalho inicia detalhando a maneira pela qual a crise financeira internacional atingiu a economia brasileira no final de 2008 e como se encontravam os fundamentos macroeconômicos do país naquele momento. Em seguida são expostas as políticas empreendidas pelo governo federal em resposta ao contágio da crise sobre o sistema financeiro nacional, sobretudo no que tange ao mercado de crédito. Por fim, através do conceito minskyano de *Big Government*, analisa-se o papel contracíclico operado pelos principais bancos públicos federais no decorrer do ciclo recessivo.

2 MINSKY E A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA

A primeira parte do trabalho apresenta os principais pontos do constructo teórico elaborado por Minsky (2009a) no que tange à temática das crises financeiras. A análise tem como referência a noção da “Hipótese da Instabilidade Financeira” para demonstrar porque o capitalismo é intrinsecamente instável e propenso ao surgimento de crises. A sessão 1.1 explica os principais argumentos apresentados por Minsky (2009b) para demonstrar os mecanismos desestabilizadores endógenos presentes na dinâmica de funcionamento da economia. A sessão 1.2 analisa a importância da intervenção e regulação por parte do Estado a fim de mitigar os efeitos negativos decorrentes da instabilidade.

2.1 AS ORIGENS DA INSTABILIDADE

Historicamente, as economias capitalistas atravessam, de tempos em tempos, momentos de instabilidade sistêmica. A Grande Depressão de 1929 e, mais recentemente, a crise financeira internacional iniciada no mercado imobiliário norte-americano são apenas alguns exemplos de como a “mão invisível” do mercado pode conduzir a economia a permanecer durante longos períodos em estado de recessão. Um elemento comum a praticamente todas essas crises é o fato delas haverem sido gestadas dentro do sistema financeiro antes de afetarem o lado real da economia. Dessa maneira, qualquer estudo que se proponha a analisar o caráter cíclico do capitalismo, sobretudo os períodos onde ocorrem quedas da atividade, deve fornecer uma explicação consistente acerca de como ocorre a relação entre a economia “real” e o sistema financeiro. De acordo com Minsky (2009b, p. 247):

Na teoria econômica padrão atual, uma economia abstrata e não financeira é analisada. Teoremas sobre tal economia são considerados essencialmente válidos para economias com instituições e métodos financeiros monetários complexos. Como apontado anteriormente, esse salto lógico é um ato de fé. As economias ortodoxas modernas não são e não podem ser a base para abordagens sérias de política econômica.

Partindo desse pressuposto, Minsky (2009b) desenvolve um arcabouço teórico visando demonstrar que o capitalismo apresenta elementos que o tornam

intrinsecamente instável e propenso ao surgimento de crises. O objetivo central de seu trabalho é integrar o lado real ao setor financeiro da economia e explicar a inerência da instabilidade através da análise da estrutura de passivo que os agentes constroem ao longo do tempo. Dessa maneira, sua análise diferencia-se claramente da abordagem ortodoxa, elaborada por Hansen, Hicks e Samuelson, já que, para Minsky, a instabilidade não resulta de erros de política econômica ou de outros possíveis choques exógenos.

Na abordagem de Minsky (2009b), longos períodos de estabilidade macroeconômica empurram o sistema em direção à fragilidade financeira. À primeira vista essa ideia pode parecer contraditória, todavia, para elucidá-la, Minsky elabora a Hipótese da Instabilidade Financeira (doravante HIF), que procura demonstrar a dinâmica de funcionamento de uma economia onde as relações financeiras são preponderantes. Segundo Deos (2012, p.17), Minsky "... formula uma hipótese para explicar como as economias capitalistas funcionam regularmente e por que, ao fazê-lo, apresentam um comportamento cíclico e tendem a produzir momentos de instabilidade...". A HIF está ancorada em dois teoremas, quais sejam:

- i) As economias capitalistas apresentam arranjos financeiros que a tornam estáveis e, em contrapartida, outros que a tornam instáveis;
- ii) Em períodos de crescimento, a economia, via regimes de financiamento, tende a passar de arranjos estáveis para sistemas instáveis.

Para Minsky (2009a), o sistema capitalista é intrinsecamente instável devido à maneira como ocorre o financiamento da atividade econômica. Uma vez que os lucros no período atual dependem do nível de investimentos efetivados no período anterior e o investimento é, em grande medida, realizado com capital de terceiros, fica evidente que condições financeiras favoráveis – que possibilitam o ato de investir - são cruciais para garantir a eficiência sistêmica. Conforme aponta Mollo (1988, p.112), "Minsky vê no financiamento o óleo que mantém e impulsiona a engrenagem do sistema. O financiamento liga o passado ao futuro e desloca a incerteza".

As instituições financeiras emprestam dinheiro tendo por base uma expectativa de lucro futuro a ser realizado por parte do agente tomador, o que não necessariamente ocorrerá. Segundo Lima e Mathias (2009, p.17): “Ao conceder os recursos através de empréstimo a uma firma, o banco baseia-se em uma expectativa de lucro que está por vir, já no caminho inverso ao ter que pagar o empréstimo contraído no passado, a empresa baseia-se no lucro realizado.”. Por conseguinte, quando há um descolamento entre o lucro projetado *ex-ante* e o lucro verificado *ex-post*, o arranjo econômico tende a torna-se frágil. Nesse ponto fica claro o caráter endógeno da instabilidade que Minsky (2009a) pretende demonstrar, pois as decisões dos agentes econômicos relacionadas ao processo de investimento apresentam caráter eminentemente subjetivo.

A subjetividade do comportamento dos agentes é elemento central na análise de Minsky (2009b). Como o financiamento determina não só a capacidade das firmas de contrair e “rolar” passivos, mas também a estrutura da demanda agregada, o sistema como um todo fica refém do julgamento subjetivo dos banqueiros e seus clientes e, por conseguinte, contaminado pela incerteza.

Sob a luz do pensamento minskyano, Lima e Mathias (2009) apontam que o ciclo de expansão de uma economia capitalista é invariavelmente acompanhado por uma elevação do nível de fragilidade nas relações financeiras (adoção de posições mais alavancadas), tornando-o endogenamente propenso ao surgimento de crises. Nas palavras de Deos (2009, p.18) “... a economia capitalista é, por natureza, uma economia especulativa: credores e devedores estão construindo posições apostando no futuro.”

Dessa maneira, como a postura dos agentes em relação aos níveis de endividamento a serem adotados acaba sendo determinada, em grande medida, por uma expectativa que se constrói tendo por base a situação presente, há uma tendência de que ocorra um excesso de otimismo em momentos de prosperidade, sendo o inverso verdadeiro. De acordo com Keynes (2012, p.132) “os fatos atuais desempenham um papel que, em certo sentido, é desproporcionado na formação de nossas expectativas de longo prazo”. Portanto, é nos momentos de estabilidade que a economia se fragiliza, pois cada vez mais os agentes tendem a se deslocar de posições mais seguras para outras mais arriscadas.

Até o momento vimos como Minsky percebe a inerência da fragilidade no capitalismo e o porquê da importância do reconhecimento da subjetividade dos agentes nas tomadas de decisão relativas ao financiamento. Agora veremos como ocorre a transição de uma economia inicialmente em crescimento robusto para um período de instabilidade sistêmica.

Com o intuito de apresentar como ocorre esse movimento de fragilização da economia, Minsky (2009a) desenvolve uma classificação tripartite para definir o nível de endividamento de determinada unidade econômica (família, empresa, governo, etc.) e, por extensão, da economia de um país como um todo. Conforme aponta Mollo (1988, p.104),

A fragilidade financeira é definida por Minsky segundo o grau de endividamento das unidades econômicas que constituem um sistema financeiro. Existem três tipos de unidades econômicas, segundo grau de prudência do endividamento, seja por critérios de liquidez, seja de solvência.

As unidades que se utilizam de financiamentos com risco reduzido de *default*, são denominadas do tipo *hedge*. Neste tipo de arranjo, o fluxo de caixa da unidade é suficiente para cumprir com os pagamentos do principal e dos juros da dívida aos quais ela está atrelada. Dessa maneira, uma unidade do tipo *hedge* não possui um volume de dívida à vista muito elevado, uma vez que isso poderia comprometer sua capacidade de pagamento. Quanto maior for a quantidade de unidades do tipo *hedge* dentro de uma economia, menor será seu nível de fragilidade e, por conseguinte, ela será menos sujeita à eclosão de crises. A esse respeito, Minsky (2009b, p.289) aponta que:

Uma empresa que utilize esse sistema somente está vulnerável à elevação de custos ou a um declínio da receita, uma vez que seus compromissos de pagamento nos balanços comerciais não são diretamente afetados por evoluções nos mercados financeiros.

Segundo essa ótica fica evidente que dificilmente uma instituição bancária poderá operar de maneira lucrativa fazendo uso de um arranjo financeiro desta natureza.

Com um grau intermediário de fragilidade, aparecem as unidades do tipo especulativas. Nas palavras de Minsky (2009a, p.287),

Empresas que utilizam o sistema especulativo e seus banqueiros sabem que fluxo de caixa que vem da operação de bens (ou da posse de contratos financeiros) será menor que os compromissos à vista em alguns períodos tipicamente de curto prazo.

Apesar de esse arranjo apresentar traços de instabilidade, ele ainda pode ser mantido através do rolamento das dívidas com vencimento de curto prazo, ou seja, necessita de financiamento de curto prazo para suas posições compradas. Todavia, ao contrário do que ocorre no financiamento do tipo *hedge*, se a taxa de juros se elevar de maneira abrupta o valor do investimento líquido pode se tornar negativo (MOLLO, 1988).

Por fim, como um caso extremo do tipo especulativo, temos as unidades econômicas Ponzi, nas quais os fluxos de entradas de recursos não são suficientes nem para o pagamento dos juros, tampouco do principal do montante de dívida contraído. As unidades têm a consciência de que não terão condições de cumprir com suas obrigações, o que as leva a contrair mais dívidas e/ou vender ativos. Neste tipo de arranjo financeiro, os custos de rolar a dívida são mais elevados que as receitas previstas fazendo, portanto, com que a dívida nominal aumente com o passar do tempo e uma elevação significativa da taxa de juros pode tornar a unidade insolvente (MINSKY, 2009b). Nas palavras de Lima e Mathias (2009, p.18) “O financiamento do tipo Ponzi é excessivamente especulativo e de graduação fragilíssimo.”

Ao separar as unidades econômicas em três categorias (*hedge*, especulativa e Ponzi), Minsky estabelece uma clara distinção entre a primeira e as duas últimas. Os arranjos financeiros *hedge* estão sujeitos apenas à oscilações que acontecem dentro dos limites dos mercados onde estão inseridos seus produtos, uma vez que sua receita esperada pode fazer frente às saídas monetárias para pagamento de dívidas. Por outro lado, os arranjos especulativos e Ponzi, por necessitarem do constante refinanciamento de suas obrigações de curto prazo, são vulneráveis aos desenvolvimentos dos mercados financeiros. Assim, elevações inesperadas da taxa de juros e outras mudanças de política econômica que reduzam a liquidez do

mercado de crédito podem comprometer a viabilidade de empreendimentos financiados sob estes dois tipos de sistema.

Imaginemos um cenário de reversão de expectativas, marcado por uma subida brusca da taxa de juros. Conforme Mollo (1988, p.104) “Se a taxa de juros sobe, as unidades especulativas tentam se refinar e para isso vendem ativos.”. Como muitos agentes tentam se livrar dos ativos ao mesmo tempo, o efeito normal é a queda no valor dos mesmos, o que induz outras unidades a buscar refinanciamento e assim sucessivamente. O que podemos perceber neste processo é que numa economia na qual um número significativo de empresas se utiliza de arranjos financeiros do tipo *hedge* e Ponzi, uma perturbação inicial ocorrida em determinada variável financeira, sobretudo a taxa de juros, pode comprometer o bom funcionamento do sistema como um todo. Dessa forma, há uma relação direta entre o nível de fragilidade da economia e a proporção de unidades especulativas e Ponzi operando no interior da mesma. Para Minsky (2009b, p.290),

A mistura de sistemas *hedge*, especulativo e Ponzi numa economia é um dos maiores determinantes de sua estabilidade. Já a existência de um grande número de empresas utilizando os esquemas Ponzi ou especulativo é um fator importante na instabilidade financeira.

Qualquer economia minimamente sofisticada apresenta arranjos financeiros dos tipos *hedge*, especulativo e Ponzi. A questão levantada por Minsky (2009a) é de que em momentos de prosperidade a economia passa a ser composta por um número cada vez maior de unidades economicamente frágeis (especulativas e Ponzi), em detrimento os arranjos mais robustos (*hedge*). Isso ocorre na medida em que os agentes, imbuídos da crença de que tudo continuará correndo bem, aceitam contratos mais arriscados, levando assim a economia em direção à especulação desenfreada, o que fragiliza o sistema e, se nada for feito, empurra a economia em direção à recessão. A esse respeito, Keynes (2012, p.142) aponta:

Os especuladores podem não causar danos quando são apenas bolhas numa corrente estável de empreendimento. Mas a situação torna-se grave quando o empreendimento se converte numa série de bolhas no turbilhão especulativo. Quando o desenvolvimento do capital de um país passa a ser um subproduto das atividades de um cassino a obra sairá provavelmente torta.

Como dito anteriormente, os bancos e as demais instituições financeiras, pelo fato de financiarem posições de longo prazo tendo por base empréstimos de curto prazo, são unidades tipicamente especulativas. Em momentos de estabilidade econômica os bancos procuram obter lucros principalmente através do *spread* da taxa de juros. Dessa maneira, uma vez que nos momentos de bonança a liquidez é abundante, como resultado da interação dos bancos e seus clientes são criados diversos instrumentos e inovações financeiras, bem como se elevam significativamente os meios de financiamento. Assim, cada vez mais aumenta a quantidade de investimento atrelada a financiamento com recursos externos, pois as expectativas positivas em relação ao futuro são validadas pela experiência presente, e inicia-se o período que Minsky chamou de “*boom* de investimentos”. A partir de então estará deflagrado o processo de fragilização da economia, já que boa parte dela agora está atrelada ao processo de financiamento.

Já que são os momentos de estabilidade que conferem ao arranjo econômico as condições que o conduzirão à formação de posições cada vez mais frágeis, fica claro o caráter endógeno da instabilidade econômica. “Até aqui o raciocínio de Minsky mostra que existe uma tendência a investir cada vez mais na economia, que este investimento é cada vez mais financiado por empréstimo, e que isto implica numa maior suscetibilidade às crises financeiras.” (MOLLO, 1988, p. 106).

Essa vulnerabilidade intrínseca do sistema, seguindo a lógica de Minsky, decorre diretamente da subjetividade dos agentes (bancos e empresas não financeiras) em relação aos níveis aceitáveis de endividamento. A subjetividade nada mais é do que a incerteza com relação às expectativas sobre o futuro. Ademais, outro fator que contribui para essa tendência do sistema a tornar-se frágil é a endogeneidade da oferta de moeda. As instituições bancárias possuem o poder de criar moeda, e em momentos de euforia acabam afrouxando os critérios na concessão de empréstimos no intuito de aumentar os lucros. Dessa maneira, grande parte do sistema fica exposto às ações de unidades tipicamente especulativas.

Ratificando o caráter endógeno da instabilidade capitalista, Minsky (2009b, p.301) afirma:

Para resumir, um aumento notável na fragilidade de uma economia ocorre quando há um *boom* de investimentos financiados externamente. As relações financeiras asseguram que um *boom* nos investimentos conduzirá a um ambiente de elevado financiamento especulativo de posições, o que, por outro lado, criará condições que levarão a uma crise. Ou seja, uma estrutura financeira na qual uma dívida deflação pode ocorrer e eventos que provocam o início desse processo são resultados normais das relações financeiras que conduzem a um *boom* de investimentos que ocorrem dentro dele.¹

Portanto, a subjetividade das decisões de investimento e a endogeneidade na oferta de moeda são os determinantes críticos da tendência endógena da economia se fragilizar com o decorrer do tempo. Esses dois fatores induzem os principais agentes econômicos a adotarem uma postura cada vez mais especulativa em momentos de prosperidade. Mas essa tendência do sistema a tornar-se frágil culminará com a emergência de uma crise financeira? Não necessariamente. A fragilidade só se converterá em instabilidade financeira no momento que ocorrer algo que altere as condições que possibilitam a manutenção do nível de financiamento da economia.

Apenas dessa maneira ocorrerá uma elevação no nível de unidades em condição crítica para saldar seus compromissos de curto prazo (especulativas e Ponzi) e a deflação dos ativos se espalhará rapidamente pela economia, deflagrando a crise. Caso as condições gerais de financiamento permaneçam favoráveis, o ciclo de investimentos continuará robusto e as dívidas de curto prazo serão pagas (ou refinanciadas), pois as entradas de capital resultantes dos investimentos anteriores serão suficientes para manter o estado de expectativas favoráveis à manutenção do ciclo expansionista.

Para que a fragilidade se converta em crise é necessário que ocorra alguma alteração nas condições gerais de financiamento. Todavia, esse movimento não

¹ Neste trecho parece haver um problema de tradução, pois no texto original temos: "That is, a financial structure in which a debt deflation can occur and events that trigger the start of a debt deflation are normal results of the financing that lead into and take place during an investment boom."

pode ser extrínseco uma vez que o ponto central da teoria de Minsky (2009b) é que a instabilidade do sistema capitalismo tem origem genuinamente endógena. Para ele, essa perturbação viria de uma elevação abrupta da taxa de juros, que seria resultado direto do período de explosão dos investimentos financiados de maneira externa, ou seja, com capital financiado. Nas palavras de Minsky (2009b, p.303):

Considerando-se que as instituições financeiras que geram bens líquidos geralmente se envolvem em sistemas financeiros especulativos, uma elevação nas taxas de juro que elas pagam causará uma queda em seu valor líquido na medida em que os valores de bem caírem e os lucros também desaparecerem. As pressões sobre esquemas especulativos diante de taxa de juros em elevação são geralmente sentidas de maneira aguda por intermediários financeiros, e uma deterioração em sua habilidade de estabelecer posições irá afetar adversamente os balanços dos donos de suas obrigações. Há um potencial para contágio, o que foi claramente percebido na onda de quebras bancárias no colapso de 1929-33.

A questão colocada por Minsky (2009b) pode-se resumir pelo fato de que em um cenário de elevação de demanda por financiamento, uma oferta inelástica acaba forçando a elevação da taxa de juros. Além disso, redução da oferta de financiamento pode ser resultado de uma ação deliberada do Banco Central para diminuir o ritmo dos investimentos, sobretudo em situações onde há pressões inflacionárias. Para que a fragilidade não se transforme em instabilidade sistêmica, conforme Mollo (1988, p.108):

É necessário uma oferta de meios de financiamento elástica; a oferta de meios de financiamento é endógena, e nós somos levados, novamente, à subjetividade do comportamento dos agentes, para explicar a instabilidade da oferta dos meios de financiamento, quando esta inelasticidade não se deve a restrições colocadas pelas Autoridades Monetárias.

Antes de passarmos para a próxima parte deste capítulo, retomemos os principais aspectos da teoria de Minsky (2009b) acerca da tendência endógena de fragilização financeira verificada nas economias capitalistas:

- i) A instabilidade da economia decorre da forma como funciona o sistema financeiro, e de como ele se relaciona com o investimento;
- ii) Existindo unidades *hedge*, especulativas e Ponzi dentro da economia, haverá incentivos para alterar constantemente a combinação entre elas;

- iii) Momentos de estabilidade induzem os agentes a reduzirem as margens de segurança e a adotarem esquemas de financiamento cada vez mais especulativos;
- iv) Um *boom* de investimentos, dada uma oferta de financiamento inelástica, causará uma elevação na taxa de juros;
- v) Uma alta abrupta na taxa de juros aumenta a proporção de unidades especulativas e Ponzi (mais frágeis) na economia.

2.1 COMO ESTABILIZAR UMA ECONOMIA INSTÁVEL?

Sob a ótica minskyana, a economia capitalista carrega consigo um componente desestabilizador endógeno que, em momentos de estabilidade prolongada, tende a deslocar o sistema de arranjos financeiros mais robustos (*hedge*) para outros menos estáveis (especulativo e Ponzi). Essa perspectiva de enxergar a organização econômica nos coloca diante de algumas questões acerca de como lidar com esse sistema, instável por natureza, a fim de torná-lo menos volátil. Em primeiro lugar: como as Autoridades Monetárias podem intervir no sentido de evitar ou mitigar os efeitos causados pelo advento de crises financeiras sistêmicas? Além disso, como controlar um sistema financeiro cada vez maior, menos regulado e, por consequência, mais frágil? É possível reduzir a proporção de unidades econômicas do tipo especulativa e Ponzi dentro da economia?

Seguindo a trilha inaugurada na *Teoria Geral* de Keynes, Minsky sugere que o Estado se faça presente a fim de minimizar os efeitos nocivos causados pela instabilidade endógena do sistema. A intervenção ocorreria basicamente em duas frentes: através da existência de um *Big Bank* (Banco Central) realizando o papel de prestador de última instância e de um *Big Government* (Grande Governo) atuando diretamente na manutenção da demanda agregada em tempos de crise. Segundo Nozaki (2011, p. 40):

Como indicou Minsky, diante das possibilidades de crises em um ambiente econômico intrinsecamente instável certas formas de intervenção são fundamentais, merecem destaque: (i) a atuação do Banco Central como prestador de última instância, injetando liquidez no mercado em geral e refinanciando as empresas em particular de forma a minimizar ou contornar o impacto das crises, como um *Big Bank*; (ii) e a intervenção do Governo Central como um coordenador e promotor de investimentos e aplicações

sustentando o mercado por meio de déficits fiscais a fim de evitar ou adiar depressões, como um *Big Government*.

Em momentos de queda da atividade econômica as condições para refinanciamento das empresas se tornam, muitas vezes, demasiadamente onerosas, elevando assim o risco de insolvência generalizada. Quando o ciclo recessivo se instaura, os agentes tendem a buscar liquidez através da venda de ativos financeiros, causando, por conseguinte, uma corrosão no valor dos mesmos. Portanto, caberia ao financiador de última instância o papel de manter a “qualidade” das carteiras dos agentes privados, se prontificando a substituí-los, através da compra ou troca, por títulos do governo, com grau mais elevado de solidez. Ademais, caberia ao banco central manter sob seu controle, via mecanismos de regulação, o sistema financeiro, de modo a mitigar os efeitos fragilizadores decorrentes do surgimento constante de “inovações financeiras”. Para Minsky (2009b, p. 87), “O “financiador” de última instância deve intervir prontamente e assegurar a disponibilidade de refinanciamento para prevenir que dificuldades financeiras se transformem num declínio cumulativo e iterativo que possa levar a uma grande depressão.”.

No que tange à atuação do Grande Governo, Minsky ressalta sua importância na manutenção dos níveis de emprego e lucratividade das empresas, garantida, via geração de déficits orçamentários, durante o ciclo recessivo. Ademais, é destacada a importância dos auxílios governamentais na manutenção da demanda agregada em momentos de crise. Para Minsky (2009b, p. 74)

A existência de uma ampla e crescente proporção da renda disponível que seja independente dos níveis de emprego ou da lucratividade dos negócios é benéfica, pois sustenta a demanda e, desse modo, previne uma profunda e prolongada queda na economia durante a recessão.

Em relação ao uso deste tipo específico de intervenção do Grande Governo, é necessária cautela para que, em momentos de crescimento, não acabem ocorrendo pressões sobre o nível geral de preços, uma vez que a renda disponibilizada com os auxílios gera receita sem trabalho e, por conseguinte, implica um relativo encarecimento do valor da mão de obra. Atento a este problema, Minsky (2009b) aponta que, durante a fase de expansão, o Grande Governo não deve crescer mais

rápido do que o restante da economia, pois, caso contrário, possivelmente a inflação se fará presente, induzindo a economia à ineficiência sistêmica.

Vale ressaltar que as ações do Grande Governo e do financiador de última instância devem acontecer de maneira coordenada e respeitando as peculiaridades da economia em questão. Caso contrário, incorre-se no risco de o efeito das políticas acima citadas não apresentarem os resultados esperados ou, até mesmo, se mostrarem inócuas diante da eclosão de uma crise financeira. A esse respeito destaca-se o papel do financiador de última instância de evitar quedas bruscas no valor dos ativos a fim de garantir a eficiência da ação do Grande Governo. De acordo com Minsky (2009b, p. 88):

Se as instituições responsáveis pela função de “financiamento” de última instância não se envolverem e deixarem que as forças de mercado operem livremente, então o declínio nos valores dos bens em relação ao preço atual de produção tornar-se-á maior do que se houver a intervenção; os investimentos e o consumo de dívidas refinanciadas também cairão consideravelmente; e o declínio das receitas, dos níveis de emprego e dos lucros será maior. Se tal crise, bem como a deflação das dívidas, ganharem força, a capacidade de estabilização financeira por parte do Grande Governo será destruída.

Todavia, para que o Estado tenha condições de intervir de maneira efetiva para contrabalancear os efeitos da instabilidade endógena, é necessário que ele possua condições financeiras para tal. Consoante com a adaptação realizada por Ferrari Filho e Terra (2011) da tipologia das unidades econômicas de Minsky ao setor público, temos caracterizadas três situações: (i) quando as receitas totais superam os gastos correntes e os gastos financeiros, o setor público encontra-se em posição *hedge*; (ii) se as receitas superam os gastos correntes, mas ficam abaixo das despesas financeiras o setor público apresenta um arranjo especulativo; (iii) por fim, quando as receitas totais do setor público não cobrem os gastos correntes e tampouco os gastos financeiros ele se encontra em situação Ponzi.

Portanto, se o setor público, devido à falta de controle do gasto público durante a fase de expansão ou diante de uma forte queda suas receitas, apresentar um arranjo financeiro do tipo especulativo ou Ponzi no momento que a crise emergir, sua capacidade de estabilizar a economia estará seriamente comprometida, sobretudo aquelas relacionadas ao Grande Governo. À medida que as margens do

setor público se reduzem, segundo Ferrari Filho e Terra (2011, p. 503) “... sua posição financeira vai se tornando mais frágil e as suas possibilidades de intervenção estabilizadora se reduzem, ao mesmo tempo em que passam a ser fortemente condicionadas às imposições do mercado financeiro.”

O arcabouço teórico minskyano sugere que o Estado se faça presente na economia a fim de mitigar os efeitos depressivos que a instabilidade tende a gerar depois de prolongados períodos de prosperidade. Para empreender tal tarefa, é indispensável a existência de um Grande Governo que gere superávits orçamentários nos momentos de bonança e déficits, via elevação do gasto público, a partir do momento que o ciclo recessivo comece a tomar forma. Além disso, se faz necessária a presença de um Banco Central ativo, que promova regulação prudencial e, após o advento da crise, garanta liquidez do sistema financeiro, reduzindo assim as perdas no lado real da economia.

3 A CRISE FINANCEIRA DE 2008

Nesta etapa do trabalho, a teoria proposta por Minsky será testada a luz dos acontecimentos que levaram à eclosão da crise financeira de 2008. Na seção 2.1, apresentam-se os principais acontecimentos que levaram à formação da bolha especulativa no setor imobiliário norte-americano e qual o seu papel no processo de fragilização do arranjo econômico. Na seção seguinte, mostra-se o momento no qual a bolha especulativa rompeu-se, quais foram as consequências imediatas para a economia e o que foi feito pelas autoridades monetárias estadunidenses para minimizar os problemas decorrentes da crise de confiança que se instaurou.

3.1 RUMO À FRAGILIZAÇÃO

Quando Minsky desenvolveu sua Hipótese da Instabilidade Financeira, nos anos 1970, o sistema financeiro mundial era bastante diverso daquele que passou a vigorar nas décadas seguintes. Naquela época, havia uma divisão bem definida entre instituições que operavam no mercado de crédito de curto prazo (bancos comerciais), no de longo prazo (instituições financiadoras de hipotecas imobiliárias) e no mercado de capitais (bancos de investimento). Essa segmentação, instituída legalmente, reduzia consideravelmente o risco de que uma crise iniciada em algum mercado específico como o imobiliário, por exemplo, se convertesse em uma recessão sistêmica de proporção mundial.

Todavia, com a derrocada dos Acordos de Bretton Woods, a economia mundial passou a pautar-se por uma lógica distinta do keynesianismo instituído no pós Segunda Guerra Mundial. Conforme apontado em Datheïn (2005), os grandes avanços obtidos nos setores de informática e telecomunicações permitiram uma elevação enorme no ritmo de circulação de capitais entre os países, iniciando o processo de globalização financeira. Devido a maior exposição dos ativos com a integração do mercado financeiro global, criaram-se diversas inovações com o intuito de dar mais segurança às aplicações. Apesar dos evidentes benefícios gerados para o comércio internacional, essa onda de inovações reduziu significativamente a possibilidade dos governos realizarem regulação prudencial do

mercado financeiro doméstico, uma vez que ele tornou-se infinitamente mais complexo, dinâmico e propenso à especulação. Dentre as inovações criadas neste período destacam-se os derivativos, que são contratos cuja remuneração está vinculada ao preço de outro ativo. Segundo Datheïn (2005, p. 60):

O desenvolvimento dos derivativos aumentou a flexibilidade e a segurança para o aplicador e para o tomador de recursos, funcionando como *hedge*. No entanto, também facilitou a especulação, aumentando ainda mais a instabilidade do sistema econômico. Ou seja, uma maior segurança microeconômica gerou uma maior instabilidade macroeconômica (o chamado risco sistêmico), em virtude de existirem poucos controles sobre as instituições e sobre estas operações. Também se gerou maior risco porque as instituições financeiras, em uma situação de maior concorrência, trabalham com pequenos *spreads* e margens de segurança, e tendem a fazer avaliações de risco mais precárias.

No âmbito político, a década de 1980, sobretudo a partir dos governos de Ronald Reagan (Estados Unidos) e Margareth Thatcher (Inglaterra), foi marcada pela implementação de políticas de liberalização nos mercados financeiros. Essa “Revolução Conservadora”, como ficou conhecida, também se pautou por uma atuação bastante rígida no que tange à política monetária, visando a estabilidade dos preços. Apesar de ter sido um dos fatores que lançaram a economia norte-americana em uma forte recessão no início da década, o aperto monetário conseguiu conter a inflação, mantendo-a, até o presente, sob relativo controle (CARVALHO, 2012).

A taxa de juros básica dos Estados Unidos, determinada pelo *Federal Reserve* (FED), permaneceu baixa durante as décadas de 1990 e 2000, reduzindo sobremaneira os rendimentos em aplicações mais conservadoras. Assim, constituiu-se um cenário de intensa competição entre bancos comerciais e instituições financeiras em um contexto de forte desregulamentação das finanças. Nas palavras de Carvalho (2012, p. 22),

[...] a década de 1990, para o sistema financeiro, foi marcada tanto pela existência de fortes pressões competitivas, com financeiras invadindo o espaço dos bancos e vice-versa, quanto pelos ganhos relativamente baixos dos mercados tradicionais de empréstimos a firmas, consumidores e governos.

Neste período o mundo assistiu a emergência e consolidação do chamado sistema bancário sombra (*shadow banking system*). Essa estrutura - que inclui: fundos de *hedge*; bancos de investimentos independentes; seguradoras e fundos de pensão - é caracterizada pela existência de instituições financeiras que operam nos mercados tradicionalmente reservados aos bancos comerciais. Como essas empresas não estão sujeitas às regulamentações impostas pelos Acordos de Basileia, elas possuem fortes incentivos para se envolver em operações mais arriscadas e a elevar seu grau de alavancagem. Por consequência, as unidades pertencentes ao sistema bancário sombra tornam-se protagonistas no movimento de criação e disseminação das inovações financeiras, constituindo unidades tipicamente especulativas. Segundo Minsky (2009b, p.294), “A velocidade com a qual as inovações financeiras, tais como papéis comerciais, ocorrem e se propagam é também um determinante que regula o ritmo do movimento que vai de um sistema *hedge* para um esquema especulativo.” Dessa maneira, quanto maior for a magnitude do sistema bancário sombra dentro da economia, mais forte será sua tendência à fragilização.

Conforme Milan (2012), outra característica marcante desta época foi a persistente financeirização da economia. A possibilidade da geração de lucros fora da esfera produtiva se ampliou significativamente com a liberalização dos mercados financeiros. Dessa maneira, inúmeras corporações não-financeiras aumentaram seus rendimentos tendo por base ganhos relativos à posse de ativos financeiros, em detrimento aos lucros auferidos com base em sua atividade precípua. Ademais, o financiamento para expansão da atividade, possibilitado pela entrada de um número cada vez maior de empresas nas Bolsas de Valores, teve como consequência direta a elevação da pressão, por parte dos acionistas, pela geração de lucros de curto prazo, tornado o setor produtivo mais propenso à assunção de riscos. Para Milan (2012, p. 110), a financeirização da economia “... torna o sistema econômico mais frágil e mais sensível aos choques financeiros possibilitados pela

desregulamentação e liberalização que provê liberdade irrestrita de ação dos especuladores.”

Esse processo de desregulamentação, e conseqüente aumento da competitividade, no setor financeiro estadunidense ocorreu num contexto de relativa estabilidade macroeconômica, com baixas taxas de inflação e liquidez abundante. As instituições financeiras, sejam elas pertencentes ao sistema bancário sombra ou não, haviam de procurar novas formas de ganhar dinheiro através da exploração de novos nichos de mercado e/ou criação de novos instrumentos financeiros. Conforme Lima e Mathias (2009, p. 17), “A sensação de prosperidade da economia durante certo período, conferida em uma noção de estabilidade dos agentes, acabaria por aguçar a vontade a arriscar-se mais dado que o ambiente é estável ou ao menos parece estável do prisma do agente.”. E foi exatamente assim que se iniciou o processo que culminaria naquela que pode ser considerada a maior crise financeira ocorrida no sistema capitalista desde 1929.

Um nicho com enorme potencial para ser explorado era o mercado imobiliário dos Estados Unidos, que até então era “essencialmente maduro, de crescimento relativamente lento, especialmente depois que a população norte-americana começou a envelhecer” (CARVALHO, 2012, p. 22). Seguindo a tipologia definida por Minsky (2009a), pode se afirmar que este setor apresentava um arranjo financeiro robusto (*hedge*).

Em linhas gerais, um financiamento habitacional funciona da seguinte forma: o banco concessor empresta o dinheiro para o comprador, que dá a própria residência como garantia. Caso haja inadimplência, o imóvel é retomado e revendido, reduzindo assim as perdas do prestador. Dados os custos transacionais e de manutenção, o banco reluta em retomar um imóvel, fazendo-o apenas quando a dívida não for mais passível de renegociação. Portanto, conforme esclarece Carvalho (2012, p. 23):

Para reduzir as chances de retomar o imóvel, o banco que emprestava a hipoteca, tradicionalmente, fazia uma análise detalhada da ficha de crédito do candidato a financiamento, examinando sua renda, seu crédito na praça e suas perspectivas profissionais, entre outros, de modo a reduzir a chance de efetuar um empréstimo a alguém que não pudesse pagar de volta o dinheiro tomado.

Percebe-se claramente que a qualidade dos empréstimos habitacionais se ancora no fato do fluxo de pagamentos do financiamento ocorrer diretamente entre o tomador e o prestador originais. Todavia, apesar de estável, este sistema não propicia lucros elevados de curto prazo, uma vez que um financiamento imobiliário demora, em média, cerca de 30 anos para ser quitado integralmente. Atentas a isto, as instituições financeiras, apoiadas em um sistema parcamente regulado, trataram de expandir fortemente o volume de empréstimos habitacionais através da inclusão de um público que, até então, não apresentava os requisitos mínimos necessários para tomada de um empréstimo de maior vulto, como é o caso das hipotecas habitacionais.

Basicamente, o mercado imobiliário estadunidense se divide em dois grandes grupos. Os clientes enquadrados na categoria *prime*, são aqueles que, devido ao seu histórico positivo de crédito e sua capacidade de pagamento, apresentam baixo risco de inadimplência e, por conseguinte, possuem qualificação para contratar um financiamento com taxas mais favoráveis. Por outro lado, o público conhecido como *subprime* seria aquele que apresenta maior risco de inadimplência e, portanto, só poderia contratar um financiamento habitacional sob um regime de taxa de juros mais elevado. No jargão do mercado, os empréstimos concedidos ao público *subprime* também ficaram conhecidos como *Ninja (No Income, No Job, (and) no Assets)*, pois os tomadores não poderiam comprovar renda, emprego ou propriedade de ativos financeiros que justificassem a concessão do empréstimo, caracterizando elementos tipicamente Ponzi.

Depois de identificado um setor com enorme potencial de lucros, restava encontrar uma forma de incluir o público *subprime* no mercado imobiliário. Conforme apontou Carvalho (2012), as instituições financeiras passaram a levar em consideração os resultados obtidos através de modelos estatísticos de análise de crédito, colocando em segundo plano a subjetividade analítica do funcionário do banco. O problema é que esses modelos projetavam os próximos anos com base

nos períodos anteriores, ou seja, como a economia estava bem há um período relativamente longo, a expectativa era de que ela continuaria prosperando nos anos vindouros. Segundo Carvalho (2012, p. 24):

[...] os modelos estatísticos de análise de crédito sugeriam que, como as pessoas conseguiram trabalho no passado, elas continuariam conseguindo no futuro, ou, em outras palavras, como a economia norte-americana foi bem no passado, ela iria bem para sempre. Assim, o risco de empréstimos foi subestimado pelos bancos e financeiras envolvidos no processo.

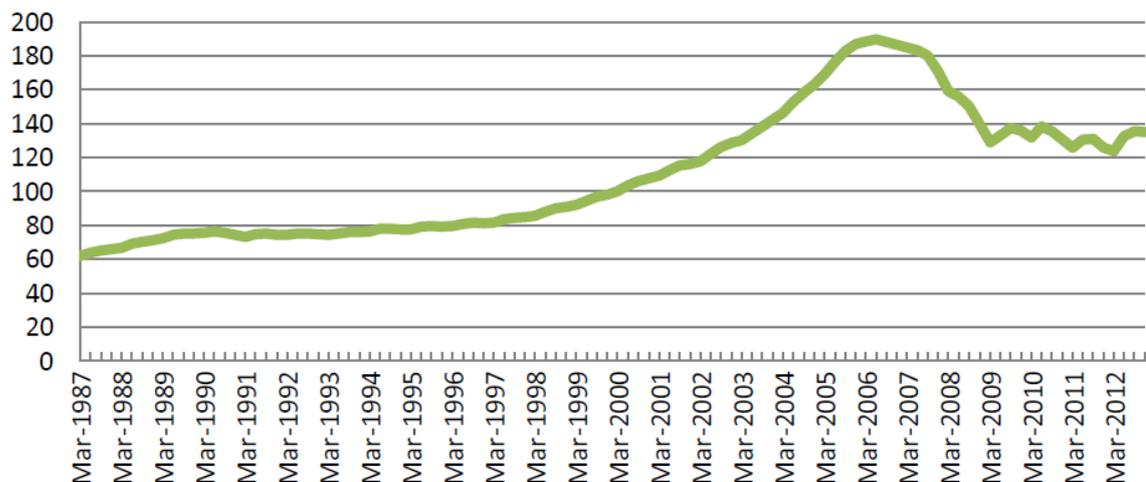
Entretanto, mesmo “afrouxando” os critérios na concessão de empréstimos, os bancos tinham a noção de que as hipotecas *subprime* eram mais arriscadas e, portanto, trataram de passar o risco adiante através do mecanismo da securitização. Esse instrumento financeiro funciona da seguinte forma: o banco comercial junta um determinado número de hipotecas, cria um título cuja remuneração é o pagamento dos empréstimos e repassa para bancos de investimentos, que os revende para seus clientes.

Com a securitização, o banco não depende mais da adimplência dos tomadores de empréstimos para garantir seus lucros e, por conseguinte, passa a vincular sua receita à quantidade, e não mais à qualidade, dos empréstimos concedidos. Portanto, os concessionários de empréstimos puderam expandir fortemente sua receita através da securitização, que só pôde ser operacionalizada através da criação de complexos derivativos financeiros. No caso dos Estados Unidos, dois títulos em particular foram importantes no processo que desencadeou a crise: os RMBS (Residential Mortgage-Backed Securities) e os CDO's (Collateralised Debt Obligations). Os RMBS nada mais são do que títulos estruturados sob uma quantidade fixa de hipotecas residenciais. Já os CDO's são títulos baseados no recebimento de um determinado fluxo de crédito que possuem como garantias outros instrumentos financeiros, entre eles os RMBS, que poderiam ser executadas caso ocorresse inadimplência dos créditos aos quais ele estava vinculado inicialmente.

Ao reduzir os critérios de análise e securitizar as hipotecas de maior risco, pôde-se obter a aprovação de um elevado volume de crédito a um público com maior potencial de vir a inadimplir os contratos. Logicamente, estes empréstimos teriam taxas de juros mais elevadas, dado o risco maior envolvido na operação. Para

“driblar” este problema, as instituições financeiras formularam hipotecas para o público *subprime* cujas taxas eram baixas nos primeiros períodos, mas seriam reajustadas dentro de alguns anos. Mas isso não era um entrave, uma vez que os preços dos imóveis vinham há vários anos em uma firme trajetória de alta e, portanto, os devedores estariam em condições de renegociar uma nova hipoteca no futuro em condições amplamente favoráveis e, em muitos casos, lucrar com a diferença entre o antigo e o novo empréstimo devido ao valor mais elevado do imóvel. Dessa forma, quanto mais pessoas comprassem imóveis, mais os preços subiriam, permitindo a manutenção e entrada novos clientes *subprime* no mercado e assim sucessivamente. Esse processo, que apresenta um claro mecanismo de retroalimentação, se perpetuaria enquanto as condições financeiras favoráveis não se alterassem significativamente.

Gráfico 1: Evolução dos preços de imóveis nos EUA entre março de 1987 e março de 2012. (Março de 2000 = 100)



Fonte: Elaboração própria com base em S&P Dow Jones Indices (2013).

O gráfico 1 ilustra o impulso dado aos preços dos imóveis nos Estados Unidos entre 1999 e 2006, sobretudo pela incorporação do público *subprime* ao setor imobiliário. Podemos perceber que a partir do início dos anos 2000 ocorre uma forte elevação nos preços, o que, por si só, não significa que o setor esteja se movendo em direção a um arranjo especulativo. Todavia, neste caso há uma relação direta entre a alta dos preços e a concessão de um volume cada vez maior de empréstimos com significativo grau de fragilidade (*subprime*).

Neste momento, voltamos a um ponto crucial do pensamento de Minsky (2009b), pois nos anos que antecederam a crise financeira, ocorreu um forte impulso especulativo no setor imobiliário estadunidense. Este movimento pode ser explicado em grande medida pela falta de regulação prudencial e pela ausência de um Banco Central atuante, capaz de limitar o *boom* de crédito sem garantias e a forte elevação da alavancagem do sistema financeiro. O alto grau de liberdade concedido pelas autoridades monetárias ao setor financeiro, segundo Lima e Mathias (2009, p.5):

[...] levou os bancos a concederem empréstimos mais arriscados o que aumentou ainda mais o mercado de títulos arriscados e propiciou um *boom* no mercado imobiliário uma vez que as transações originárias eram as hipotecas. Isso aqueceu o mercado imobiliário e os preços das residências começaram a escalar.

Para compreendermos como derivativos baseados em hipotecas *subprime* conseguiram obter ampla aceitação no mercado, se fazem necessárias algumas ponderações acerca do papel representado pelas agências de classificação de risco, ou de *rating*, nos Estados Unidos. Esse mercado é dominado basicamente por três empresas – Standart & Poor's, Fitch e Moody's – que avaliam o risco de um sem fim de ativos com base em sofisticados modelos estatísticos. Da mesma forma que os cálculos de análise de concessão de crédito, citados anteriormente, as agências de *rating* alimentavam seus modelos com dados do período anterior à consolidação do mercado subprime, tornando suas projeções viesadas e, por conseguinte, excessivamente otimistas. Ademais, as empresas de classificação de risco prestavam consultoria para bancos comerciais e outras instituições financeiras que colocavam os títulos lastreados em hipotecas *subprime* no mercado, o que, por si só, compromete seriamente a credibilidade das suas avaliações. Conforme aponta Bresser-Pereira (2012, p. 10), a crise "... não teria sido tão grave se os agentes financeiros não tivessem recorrido a irresponsáveis 'inovações financeiras' para securitizar os títulos podres transformando-os em títulos AAA por obra e graça de agências de risco interessadas em agradar seus clientes."

Um dos principais públicos atraído pelas hipotecas *subprime* (vendidas sob a forma de RMBS e CDO's) foram os *hedge funds* (fundos de cobertura). Esses fundos têm por objetivo obter o maior retorno possível para o valor aplicado em suas carteiras investindo numa ampla gama de ativos financeiros, entre eles: ações,

moedas, títulos públicos que propiciem retorno elevado, etc. Como os administradores são remunerados de acordo com o retorno gerado pelo fundo, eles acabam adotando uma postura mais agressiva (especulativa) na hora de montar suas carteiras. Segundo Lima e Mathias (2009, p. 5) “No caso norte-americano, os fundos de hedge passaram a investir fortemente em títulos de alto risco que prometiam alta rentabilidade. Havia assim se formado um mercado para títulos mais arriscados.”

Mas como em economia “não existe almoço grátis”, este *modus operandi* carregava consigo dois elementos potencialmente destrutivos. Em primeiro lugar, o fato das hipotecas, inclusive as *subprime*, poderem ser negociadas diversas vezes no mercado secundário, fez com que os problemas decorrentes de uma inadimplência generalizada se espalhassem para além dos limites do mercado imobiliário, tornando-as ainda mais nocivas ao sistema. Ademais, como os clientes dos bancos de investimento não tinham acesso direto às hipotecas que compunham os títulos que eles estavam comprando, não havia uma real percepção da dimensão do risco envolvido na operação. Não há dúvidas de que a securitização das hipotecas *subprime* agiu como um determinante no processo de fragilização, a *la Minsky*, do sistema financeiro estadunidense, impulsionando-o em direção a um arranjo de grau claramente especulativo.

3.2 O “MOMENTO MINSKY”

Conforme apontado na primeira parte do trabalho, Minsky destaca o caráter endógeno na tendência à instabilidade existente no capitalismo. Além disso, ressalta que são os momentos de estabilidade que promovem a fragilização do sistema, uma vez que a experiência positiva leva os agentes a se arriscarem mais, reduzindo suas margens de segurança e, por consequência, induzindo a economia em direção a arranjos de grau especulativo. Todavia, para que a crise seja deflagrada é necessário que as condições gerais de financiamento se alterem, o que pode ocorrer, por exemplo, através de uma elevação repentina na taxa de juros. Essa mudança impactaria diretamente sobre o fluxo de pagamentos dos empréstimos no curto prazo, aumentando assim a probabilidade de inadimplência nos contratos firmados anteriormente. Segundo Lima e Mathias:

A alta dos juros reverteria as expectativas dos agentes e a incerteza levaria os agentes a aumentarem sua preferência pela liquidez, buscando assim liquidar seus ativos e aos bancos serem mais rígidos na concessão de crédito. Surgem assim momentos de iliquidez no sistema e queda no preço dos ativos a fim de revertê-los em moeda o quanto antes. Reduz-se o investimento na economia, entra-se em um momento de crise e incerteza aguda que se não for tratada pode levar à recessão.

Quando que se espalha no mercado a percepção de que ciclo de crescimento pode estar terminando ocorre o chamado “Momento Minsky”, onde as expectativas se invertem e os agentes passam a adotar posturas mais conservadoras, migrando em massa para ativos com mais liquidez e de menos risco. Caso o Grande Governo não intervenha imediatamente, inicia-se um processo de espiral de deflação dos ativos que, provavelmente, lançará a economia numa grave crise.

No caso específico das hipotecas *subprime* nos Estados Unidos, praticamente todos esses elementos “fragilizantes” se fizeram presentes no processo de gestação da crise. O *boom* de empréstimos imobiliários concedidos a pessoas que não possuíam as condições necessárias para arcar com a dívida inflaram a bolha que, mais cedo ou mais tarde, haveria de estourar, com consequências terríveis para o restante da economia. O contágio só ocorreu pelo fato de as hipotecas *subprime* terem sido securitizadas, ou melhor, empacotadas em forma de títulos financeiros, sobreavaliadas pelas agências de *rating*, e repassadas a investidores do mundo inteiro com promessas de altas taxas de retorno.

Uma característica marcante dos empréstimos *subprime* era que eles apresentavam taxas baixíssimas nos primeiros anos de contrato, mas que seriam reajustadas de acordo com os juros de mercado após alguns períodos (CARVALHO, 2012). Se o valor das casas se elevasse indefinidamente, como vinha ocorrendo há vários anos, as hipotecas seriam renegociadas e o cliente teria condições de permanecer adimplente. O grande problema é a partir de meados de 2006 o mercado imobiliário estadunidense começou a demonstrar claros sinais de desaquecimento, acarretando queda no valor das residências (infladas pela bolha do período anterior) e colocando boa parte dos clientes *subprime* em sérias dificuldades de continuar pagando o financiamento.

Duas foram as causas para que os preços dos imóveis comessem cair após anos seguidos de ininterruptas altas. Em primeiro lugar, com a economia

estadunidense apresentando índices de desempenho mais tímidos em comparação o período anterior, sobretudo a partir de 2002, ao longo de 2006 inicia-se um processo de queda na demanda por imóveis, impactando negativamente nos preços. Ademais, a taxa de juros da economia norte-americana, que em novembro de 2002 era de 1,25% passou para 4,5% em janeiro de 2006, exatamente no período que os juros de um grande volume de hipotecas *subprime* seriam reajustados.

Dessa maneira, o desaquecimento do mercado, e conseqüente queda no valor dos imóveis, reduziu significativamente as condições de (re) financiamento da economia e, dado o fraco poder econômico do público *subprime*, a inadimplência generalizada instaurou-se. Como a securitização havia espalhado o risco para os demais setores da economia o contágio foi imediato. Conforme sintetizam Lima e Mathias (2009, p. 9), o processo de “estouro da bolha” ocorreria da seguinte maneira:

[...] a queda nas vendas das residências, acarretando quedas nos preços das residências, que cria dificuldades para as renegociações das hipotecas *subprime*, causando inadimplemento desta categoria e assim comprometendo toda cadeia como foi visto acima.

Tão logo as hipotecas securitizadas começaram a apresentar inadimplência, os detentores dos diversos ativos nos quais elas estavam envolvidas (RMBS, CDO's, etc.) passaram a demonstrar preocupação em relação à liquidez destes títulos. As instituições financeiras começaram a colocar em dúvida se remuneração que estes ativos prometiam seria realmente paga. A primeira empresa de grande expressão a tomar uma medida concreta em relação aos empréstimos *subprime* foi o banco francês BNP Paribas, que em agosto de 2007 congelou temporariamente três fundos atrelados a este tipo de ativo (LIMA e MATHIAS, 2009). Como foi neste instante a percepção de que uma insolvência de grande vulto poderia estar iniciando e as expectativas começaram a se reverter, podemos identificar nesta atitude do BNP o “Momento Minsky” da crise financeira de 2007/08.

A partir de então, todas as instituições financeiras passaram a rever seus investimentos atrelados às hipotecas *subprime* e a redobrar a cautela na concessão de novos financiamentos. Ocorreu então uma verdadeira corrida, protagonizada por grandes bancos de investimento e seguradoras, para se livrar dos agora ativos

“tóxicos” e limpar suas carteiras. Como todos procuraram vender rápido, e ao mesmo tempo, o valor dos ativos começou a desmoronar, agravando ainda mais a situação. Assim, iniciou o processo de deflação dos ativos descrito por Minsky (2009b). Nas palavras de Carvalho (2009, p. 25):

Quando os tomadores de hipotecas ficam inadimplentes e param, de pagar os juros, aqueles investidores que compraram títulos baseados nessas hipotecas percebem que poderão não receber o retorno que esperavam. Quando essa percepção se espalha, outros investidores e instituições que compraram títulos parecidos começam a se perguntar se não é melhor se livrarem deles enquanto é tempo. Quando, porém tentam vender esses papéis, percebem que não há muitos compradores, uma vez que todos têm os mesmos temores. Com isso, os investidores concluem que tem um mico nas mãos, um papel cujo valor é muito menor do que esperavam.

Após o estouro da bolha, a desconfiança se espalhou rapidamente pelo sistema financeiro internacional, determinando cautela redobrada na concessão de novos empréstimos. Uma vez que não havia como saber precisamente quais instituições possuíam os ativos atrelados às hipotecas *subprime* ocorreu uma brusca procura por liquidez, causando escassez de recursos no mercado interbancário das principais economias globais. As condições gerais de financiamento ficaram comprometidas devido à relutância por parte dos bancos em emprestar, interrompendo assim o fluxo de recursos que permite a realização de novos investimentos e a renegociação dos antigos, afetando diretamente o lado real da economia.

Para evitar que o princípio de crise se convertesse em uma recessão de consequências mais graves, se fazia necessária a imediata intervenção do Grande Governo e do prestador de última instância, no sentido que lhes foi atribuído por Minsky. Ainda em 2007, as autoridades monetárias estadunidenses trataram de expandir a liquidez do sistema, via operações de mercado aberto e cortes na taxa de juros e de redesconto. Além disso, o FED, no intuito de reduzir a quantidade de ativos “tóxicos” na carteira dos bancos, passou a aceitar papéis atrelados aos contratos *subprime* como garantia em operações de empréstimos de redesconto. Essas ações do governo dos Estados Unidos tinham por objetivo primordial evitar que a quebra de grandes instituições financeiras causasse um efeito dominó de

falências, dado o elevado grau de interligamento verificado no sistema financeiro estadunidense e mundial.

Como resultado do grande plano de resgate promovido pelo governo do EUA, ocorreu uma verdadeira reorganização do sistema financeiro do país. Conforme apontado por Lima e Mathias (2009), dentre as principais mudanças ocorridas podemos citar: os bancos de investimento Morgan Stanley e Goldman Sachs tornaram-se comerciais; para evitar a falência, o Merrill Lynch foi vendido para o Bank of America; após decretar falência, o Lehman Brothers vendeu parte de suas operações para o Barclays Bank da Inglaterra e o Bear Stearns foi comprado pelo J. P. Morgan Chase. Além disso, três grandes instituições foram estatizadas: as agências de crédito habitacional Fannie Mae e Freddie Mac e a seguradora AIG.

Na sua descrição de como ocorrem as crises financeiras, Minsky (2009b) atentava para o fato de que um sistema financeiro pouco regulado apresentará uma forte tendência à concentração, gerando instituições “grandes demais para falir”. Uma vez que as empresas dependem do financiamento bancário para levar a cabo seus projetos de investimento, há uma relação direta entre o sucesso da economia real e a boa saúde do sistema financeiro. Portanto, quando os grandes bancos estão passando por maus momentos o Banco Central corre para socorrê-los e, assim, evitar um problema maior. Quando as instituições financeiras confiam no fato de que serão resgatadas caso ocorra algum problema que ameace a sua solvência, sua propensão a assumir riscos em momentos de expansão se eleva significativamente. Segundo MINSKY (2009b, p. 278)

A experiência dos anos 1970 e início dos anos 1980 validou tal crença de que as instituições financeiras gigantes seriam protegidas. Uma vez que a gerência dos bancos multibilionários assume que as autoridades sempre agirão para mantê-las saudáveis, e, considerando-se que as autoridades sempre validaram essa assunção, o comportamento dos banqueiros sempre considerará a existência de uma rede de segurança por meio de *bail-outs*.

A recente crise financeira internacional evidenciou as fragilidades decorrentes de um sistema financeiro pouco regulado, excessivamente concentrado e, por conseguinte, perigosamente tolerante à assunção de riscos por parte dos bancos comerciais e instituições financeiras em geral. Segundo Ferrari Filho e Paula (2012, p. 104), “Crises financeiras não são apenas resultados de comportamentos

‘irracionais’ dos agentes, mas resultam da própria forma de operação dos mercados financeiros globais liberalizados e sem um sistema de regulação adequado”. Portanto, conforme indicado por Minsky (2009b), é fundamental que a “mão visível” do Estado se faça presente na economia a fim de minimizar as distorções causadas pelo livre mercado, ainda que não seja possível eliminar totalmente a instabilidade do capitalismo. Nas palavras de Minsky (2009b, p. 380):

A instabilidade financeira é uma característica arraigada de economias capitalistas cujo sistema financeiro é sofisticado, mas isso não significa que todos os capitalismos sejam igualmente instáveis. Uma grande variedade de economias capitalistas já existiu, e nossa imaginação nos permite criar um número infinito de economias capitalistas possíveis.

4 A CRISE NO BRASIL E A ATUAÇÃO DOS BANCOS PÚBLICOS FEDERAIS

O último capítulo realiza uma análise da magnitude da ação contracíclica promovida pelo governo brasileiro, sobretudo através dos principais bancos públicos federais (BNDES, BB e CEF), em resposta ao contágio causado sobre a economia brasileira pela crise financeira internacional. A sessão 3.1 detalha a situação econômica em que o país se encontrava às vésperas da crise e apresenta as principais políticas adotadas pelo governo nos âmbitos monetário, cambial e fiscal a fim de evitar uma insolvência generalizada no setor financeiro e manter a demanda agregada. Na sessão 3.2, partindo da noção minskyana de *Big Government*, analisa-se, de maneira geral, a importância dos bancos públicos para o enfrentamento de crises financeiras e, especificamente, o quanto relevante foi a atuação das instituições bancárias públicas brasileiras na reversão do ciclo recessivo iniciado em 2008.

4.1 A CRISE CHEGA AO BRASIL

A globalização financeira, detalhada no capítulo anterior, acelerou enormemente a velocidade de circulação de capital pelo planeta. Se, por um lado, esse processo reduziu os custos das operações e facilitou o acesso ao crédito, por outro, determinou uma maior fragilidade, *a la* Minsky, do sistema financeiro internacional, uma vez que o tornou muito mais vulnerável à especulação. Além disso, a desregulamentação das finanças elevou os canais de contágio e limitou consideravelmente as possibilidades de intervenção por parte do governo diante da emergência de uma crise financeira. No caso específico da recente crise financeira internacional, a problemática da excessiva interligação do sistema financeiro internacional sem mecanismos de controle válidos para todos os *players*, ficou evidente diante da velocidade com que a crise se espalhou pela economia mundial (FERRARI FILHO e PAULA, 2012).

Em relação à economia brasileira, os efeitos da crise se fizeram mais presentes a partir do último trimestre de 2008, quando o PIB registrou alta de apenas 0,82%, interrompendo uma sequência de bons resultados iniciada em 2003. A elevação do PIB nacional nos anos que precederam a crise ancorou-se

principalmente na exportação de *commodities*, sobretudo para China, e na ampliação do consumo interno, sustentado pela elevação do crédito e por programas sociais (NOZAKI, 2011). Entretanto, ao contrário do que ocorreu nos países centrais, a recuperação da economia brasileira se mostrou consistente já nos últimos meses dos 2009, consolidando-se no primeiro trimestre de 2010, quando registrou crescimento de 8,95%. Em grande medida, essa rápida reversão do ciclo recessivo demonstra o sucesso obtido pelas políticas de estímulo adotadas pelo governo como resposta aos efeitos nocivos gerados sobre a economia brasileira pela crise internacional.

Um ponto importante para compreendermos o porquê do sucesso das políticas econômicas promovidas pelo governo brasileiro é o fato de os fundamentos de nossa economia se encontrarem em uma situação bastante confortável no momento da eclosão da crise (CUNHA e FERRARI FILHO, 2012). Quando a crise bateu às portas de nossa economia, o governo contava com um elevado volume de reservas em moeda estrangeira, com reduzida dívida externa e vinha de um período de quase dez anos consecutivos de acúmulo de superávit primário. Não obstante, segundo Cunha e Ferrari Filho (2012, p. 148), “o fato de as economias avançadas terem implementado políticas contracíclicas contribui para aumentar o grau de liberdade da economia brasileira para adotar políticas expansionistas.” Portanto, ocorreu uma conjunção de fatores favoráveis, externos e internos, que possibilitaram uma postura mais enérgica do governo diante da emergência da crise, resultando em uma retomada do crescimento relativamente rápida.

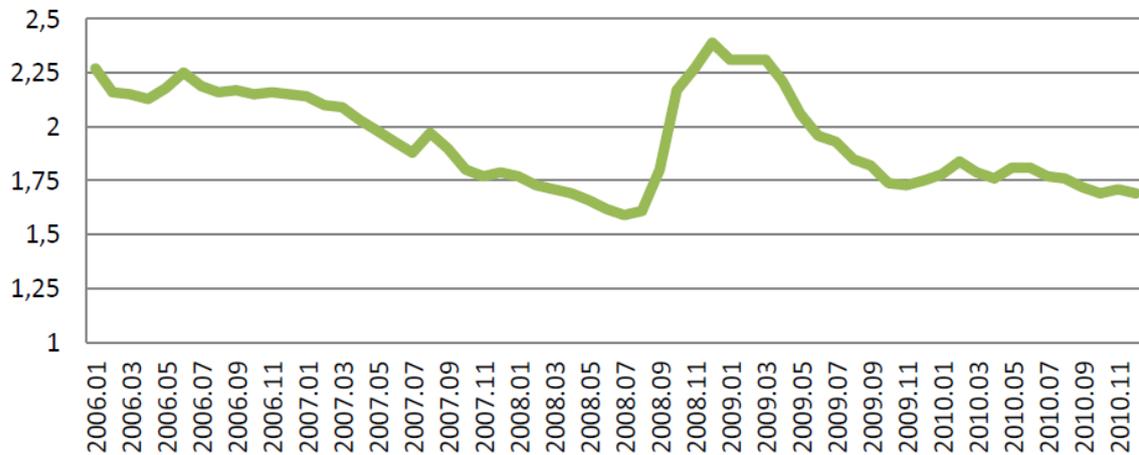
Seguindo a tipologia definida por Minsky (2009a), podemos classificar as ações contracíclicas do governo federal em dois grandes grupos: políticas monetária e cambial, instituídas pelo Banco Central e Ministério da Fazenda (*Big Bank*); e políticas fiscal e de crédito, levadas a cabo pelo Grande Governo (*Big Government*). Conforme apontado em Nozaki (2011), nem todas estas políticas obtiveram o mesmo resultado no processo de combate à crise, sendo que no Brasil, as evidências apontam para uma proeminência das ações do Grande Governo em comparação àquelas relacionadas ao prestador de última instância. Para Nozaki (2011, p. 54):

Nesse sentido, enquanto a política cambial teve grande importância no auge da crise, ainda que por meio de intervenções pontuais que não chegaram a evitar a posterior valorização do real, a política monetária permaneceu como aspecto mais problemático das medidas anticíclicas. Ao passo que a política fiscal, com a sustentação e ampliação do investimento e do gasto público, acrescida da política creditícia, com a ampliação do crédito e do financiamento via bancos públicos emergiram como fatores internos que determinaram a recuperação da economia brasileira.

Com o recrudescimento dos efeitos gerados pela eclosão da crise financeira internacional, investidores do mundo todo trataram de buscar refúgio em ativos mais líquidos - sobretudo títulos públicos e dólares estadunidenses -, seja para recompor as perdas relacionadas à posse de ativos “tóxicos”, seja como resposta ao efeito de manada a partir de então instituído (PAULA, 2012). Dessa maneira, os países emergentes foram imediatamente afetados pela pesada fuga de capitais infligida à suas economias. No caso específico do Brasil, esse movimento deflagrou dois importantes processos: (i) a ocorrência de sucessivas perdas no mercado acionário nacional; (ii) abrupta depreciação da taxa de câmbio.

A rápida elevação da taxa de câmbio ocorrida no segundo semestre de 2008 (ver Gráfico 2) teve como consequência direta a exposição de uma operação muito difundida entre grandes empresas exportadoras e viabilizada pela utilização de derivativos cambiais. Conforme Paula (2012), essa operação realizada no mercado futuro, conhecida como *forward target*, consistia numa aposta feita na contínua apreciação do real, dando ao banco a opção de compra de dólar a descoberto. Segundo Nozaki (2011), “Entre setembro e dezembro de 2008, as operações com derivativos cambiais, feitas por empresas e bancos que apostaram na valorização do real, atingiram algo em torno de US\$ 38 bilhões.” Estes derivativos tinham por função básica proteger os exportadores das constantes apreciações ocorridas na moeda brasileira, que tornavam nosso produto menos atrativo para o comprador externo. Entretanto, na prática, o que ocorreu foi uma crescente substituição de receita produtiva por receita financeira, tornado as empresas mais vulneráveis às oscilações ocorridas no mercado financeiro. À luz do pensamento de Minsky, pode-se afirmar que houve uma fragilização dos arranjos financeiros aos quais estas grandes empresas estavam atreladas.

Gráfico 2: Taxa de câmbio no Brasil: 2006-2010 (R\$/US\$)



Fonte: Elaboração própria com base em Ipeadata (2013)

Como era de se esperar, o dólar nas alturas fez com que os bancos exercessem a opção de compra, gerando grandes perdas nos balanços das empresas exportadoras e, por conseguinte, deteriorando as expectativas em relação ao futuro da economia brasileira. Ademais, a conjuntura externa permanecia bastante delicada, dado que a crise internacional não dava sinais de recuo. Este contexto de elevada incerteza teve como consequência direta a instalação de uma crise de liquidez no setor bancário brasileiro, colocando diversas instituições financeiras de médio e pequeno porte em sérias dificuldades.

A fim de evitar que a crise de liquidez se convertesse em uma crise de solvência, o Banco Central adotou uma série de medidas ainda nos últimos meses de 2008 para minimizar a magnitude das variações do câmbio e prover o sistema com liquidez em níveis adequados para manutenção de seu bom funcionamento. Dentre as ações levadas a cabo pelas autoridades monetárias, Paula (2012) destaca: (i) liberação de U\$S 13,2 bilhões (ampliados posteriormente para U\$S 100 bilhões) em depósitos compulsórios; (ii) permissão para os bancos de grande porte, inclusive os públicos, para aquisição de instituições financeiras menores; (iii) utilização das reservas internacionais para concessão de empréstimos em moeda estrangeira aos bancos comerciais; (iv) realização de vendas de dólar com compromisso de recompra.

Contrastando com as supracitadas políticas, o Comitê de Política Monetária (COPOM) adotou uma postura bastante inflexível, elevando a SELIC de 11,25% a.a (setembro de 2007) para 13,75% (setembro de 2008). As autoridades monetárias alegaram que havia pressão sobre os preços internos, decorrentes da alta dos preços das *commodities*, e que a crise financeira internacional não deveria se superestimada (NOZAKI, 2011). Todavia, a crise foi se evidenciando cada vez mais internamente, e o recrudescimento do cenário externo negativo obrigou o Banco Central recuar na política monetária contracionista. Após atingir esse pico de 13,75% em janeiro de 2009, a taxa básica de juros foi reduzida de maneira ininterrupta até setembro do mesmo ano, quando chegou ao menor patamar em 10 anos (8,75%).

Sem dúvida, a redução dos juros foi fundamental para mitigar os impactos da crise sobre a economia brasileira ao longo de 2009, entretanto, ao não iniciar os cortes na SELIC ainda em 2008, as autoridades monetárias agiram de maneira tardia, perdendo uma excelente oportunidade reduzir as estratosféricas taxas de juros brasileiras e estimular o setor produtivo. Ademais, a pesada utilização das reservas internacionais, com o intuito de conter a desvalorização da moeda brasileira, acabou contribuindo para, no período seguinte, potencializar a apreciação do câmbio, limitando no médio prazo o efeito das demais políticas contracíclicas instituídas. Segundo Nozaki (2011, p. 50)

Em resumo, embora a política cambial, no curto prazo, tenha atuado no sentido de corroborar a atuação da autoridade monetária brasileira como um *Big Bank*, no longo prazo a flutuação no sentido de valorização e a política de manutenção de juros elevados acabaram impondo limites à própria eficácia do conjunto das políticas aplicadas.

Além da política cambial e de juros, a expansão dos gastos do governo durante o período mais agudo da crise foi fundamental para manutenção da demanda agregada e, conseqüentemente, do nível de atividade. Conforme visto em Cunha e Ferrari Filho (2012), dentre as principais ações implementadas pelo governo brasileiro na área fiscal podemos destacar: (i) início do programa “Minha Casa Minha Vida” para construção de habitações populares subsidiadas; (ii) ampliação dos investimentos realizados no âmbito do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC); (iii) elevação no repasses de recursos para municípios; (iv)

prolongamento do benefício do seguro-desemprego para trabalhadores de determinadas categorias.

Ainda no âmbito fiscal, o governo promoveu reduções no Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) e no Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), que, no caso do IPI, reduziram os preços de veículos automotores (reduzindo assim o risco de crédito), eletrodomésticos e materiais utilizados na construção civil e, em relação ao IOF, facilitaram o acesso a crédito pelas famílias. Apesar de, no conjunto, as políticas fiscais promovidas pelo governo federal não se mostrarem de grande relevância em relação ao tamanho do PIB (cerca de 0,3%), elas foram fundamentais para reverter o quadro de deterioração das expectativas então estabelecido e, por conseguinte, amenizar a desaceleração dos investimentos privados e ampliar o consumo da população no momento mais crítico da crise (NOZAKI, 2011).

Portanto, à exceção da política monetária – que tardou em iniciar o movimento de queda na SELIC – o governo não titubeou em colocar em prática uma série de medidas para evitar a consolidação de um ciclo recessivo sobre a economia brasileira. Essas políticas foram fundamentais para manutenção do emprego e da renda durante o período mais agudo da crise e, principalmente, prepararam o terreno para expansão posterior. Dessa maneira, o governo brasileiro agiu acertadamente ao utilizar os mais variados instrumentos de política econômica para combater o ciclo depressivo. Na avaliação de Cunha e Ferrari Filho (2012, p. 151), a postura contracíclica do governo “(...) representa um avanço frente às crises precedentes, quando se priorizava a estabilização do estado de confiança dos atores operando nos mercados financeiros por meio da adoção de políticas pró-cíclicas.”

4.2 A IMPORTÂNCIA DOS BANCOS PÚBLICOS FEDERAIS NO COMBATE À CRISE

Tradicionalmente, os bancos públicos desempenham papel central dentro do sistema financeiro brasileiro. Além de atuar em nichos de mercado próprios, que não atraem os bancos privados, direcionando crédito para setores e regiões específicas, as instituições pertencentes ao sistema financeiro público são fundamentais no movimento de inclusão bancária das classes menos abastadas da sociedade. Nesse sentido, três instituições públicas atuam de maneira destacada em áreas

estratégicas: o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), na concessão de crédito de longo prazo, sobretudo à indústria; o Banco do Brasil (BB), em operações de crédito rural; e a Caixa Econômica Federal (CEF), líder no setor de crédito habitacional.

Uma característica que evidencia a importância de um setor bancário público representativo dentro da economia é a possibilidade do governo orientar uma política de crédito contracíclica através destas instituições diante da eclosão de uma crise financeira. A esse respeito, Feijó e Sousa (2012, p. 135) destacam: “A racionalidade econômica destes agentes, que não utilizam apenas indicadores financeiros privados como balizador de suas políticas, mas também possuem a característica de serem agentes públicos, permite uma maior flexibilidade em termos de atuação anticíclica.” Portanto, ao contrário dos bancos privados, que tendem a adotar uma postura conservadora, de preferência pela liquidez, ao longo do ciclo recessivo, as instituições públicas podem (e devem) ser utilizadas pelo governo para minorar os efeitos de uma crise de liquidez sobre o lado real da economia.

Diante de um cenário de deterioração das expectativas, verifica-se certa propensão dos agentes superavitários em direcionarem seus depósitos para bancos públicos (CARVALHO; OLIVEIRA e TEPASSÊ, 2012). Essa tendência seria explicada pelo fato das instituições públicas gozarem de uma reputação mais sólida perante o público em relação aos bancos privados. Portanto, em momentos de crise os bancos públicos apresentariam condições ideais para serem utilizados como estabilizadores da economia. Nas palavras de Carvalho, Oliveira e Tepassê (2012):

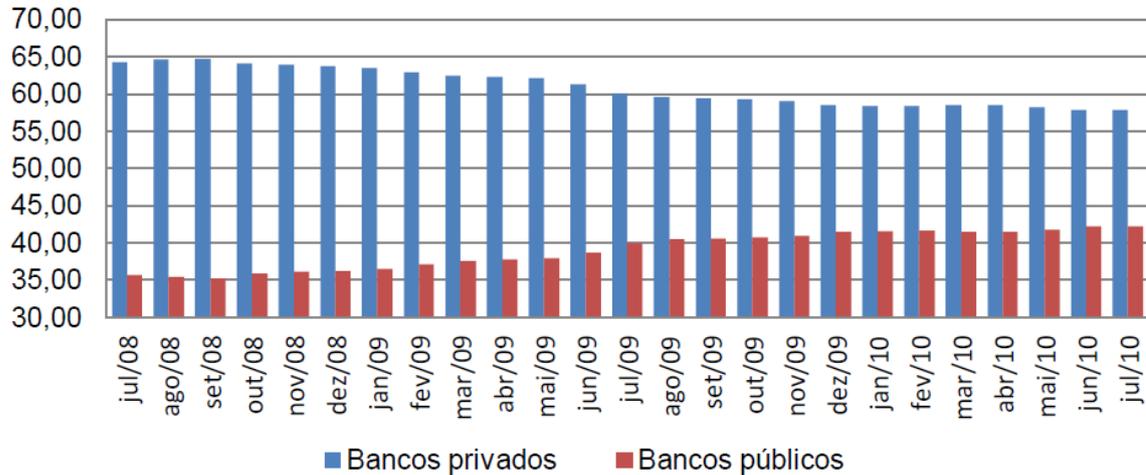
Esse movimento [de aumento dos depósitos em bancos públicos durante crises econômicas] facilita a intervenção estatal estabilizadora por três motivos: (i) o “porto seguro” dos bancos estatais contribui para manter a confiança do público no sistema bancário; (ii) o aumento dos depósitos facilita o refinanciamento do sistema interbancário por esses bancos e reduz a exigência de intervenção do Bacen; e (iii) a capilaridade de suas redes facilita a oferta de crédito.

Conforme apontado na sessão 3.1, as enormes perdas contabilizadas por empresas que, via derivativos cambiais, apostaram na contínua apreciação do real causaram uma instantânea retração das instituições financeiras no Brasil em relação à concessão de novos empréstimos. Esse movimento, potencializado pela piora do

cenário externo, levou a economia brasileira a uma situação de “empoçamento da liquidez”, pois, ao contrário do que ocorreu nos países centrais, os bancos brasileiros possuíam recursos, mas optaram por se resguardar diante da conjuntura incerta. A retração do crédito contribuiu para a queda do nível geral de atividade verificada nos últimos meses de 2008 e a falta de liquidez no mercado interbancário colocou pequenas e médias instituições financeiras sob o risco de insolvência (MENDONÇA e DEOS, 2012). Assim, evidenciou-se a importância dos bancos públicos na manutenção do crédito produtivo e da liquidez no interbancário de forma a evitar uma crise de insolvência e minimizar a magnitude da necessidade de intervenção por parte do prestador de última instância.

O Gráfico 3 ilustra a diferença entre a postura adotada pelos bancos públicos e privados diante da eclosão da crise. Enquanto, nos momentos mais críticos da crise no Brasil, as instituições de propriedade privada reduziram sua participação relativa no total de concessões de crédito no âmbito do sistema financeiro nacional, os bancos públicos expandiram fortemente suas carteiras e, por conseguinte, seu *market share*. Essa forma diferenciada de reagir à crise internacional, segundo Carvalho, Oliveira e Tepassê (2012, p. 171), “... alterou de forma relevante a participação do sistema financeiro público e privado no total das operações de empréstimo no Brasil a partir de setembro de 2008, em desfavor deste último.” Em setembro de 2008 a participação do sistema financeiro público no total das operações de crédito foi de 35,26%, passando para 40,65% em setembro de 2009. Em contrapartida, os bancos privados reduziram sua parcela de participação de mercado de 64,74% para 59,40% no mesmo período, confirmando sua atitude defensiva perante o cenário adverso.

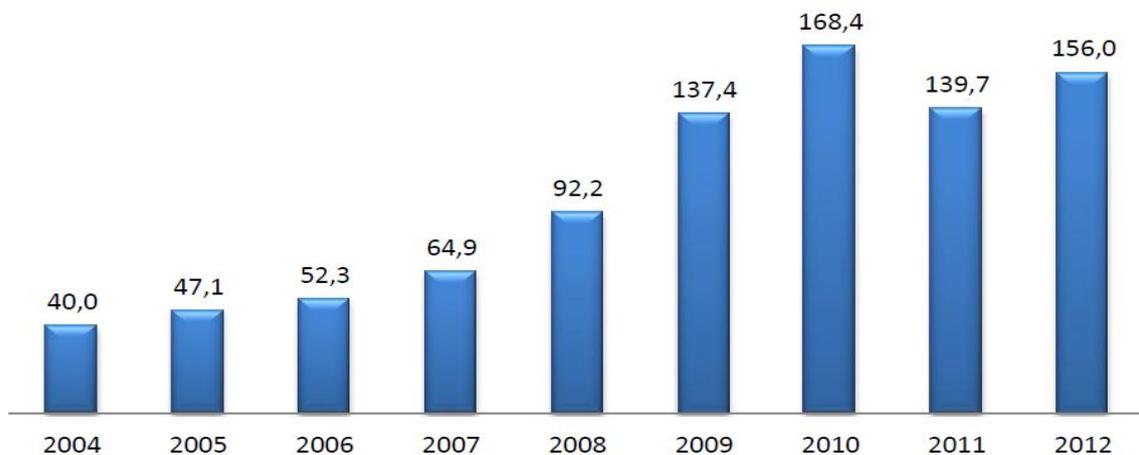
Gráfico 3: Percentual de recursos provenientes de bancos públicos e privados dentro do total das operações de crédito, Brasil, jul.2008-jul.2010.



Fonte: Elaboração própria com base em Banco Central do Brasil (2013).

Dentre as instituições utilizadas pelo governo federal para restabelecer as linhas de crédito ao setor produtivo, destaca-se o BNDES que, no momento em que a economia mais carecia de liquidez, ampliou fortemente o ritmo dos empréstimos. Segundo Nozaki (2011, p. 53), "... sua trajetória continuamente ascendente explicita a atuação anticíclica do banco ao longo de todo período de turbulência internacional.". O Gráfico 4 demonstra claramente a magnitude do movimento expansionista operado pelo banco. Entre 2008 e 2010, momento mais crítico da crise, os desembolsos promovidos pelo sistema BNDES passaram de R\$ 92,2 para R\$ 168,4 bilhões, o que representa um aumento de 82,65%.

Gráfico 4: Evolução dos desembolsos do BNDES (em R\$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria com base em BNDES (2013).

Dada sua característica de provedor de crédito de longo prazo, sobretudo à indústria, o BNDES possibilitou a manutenção do ritmo dos investimentos durante a recessão, servindo ainda como um sinalizador para os agentes privados de que o governo não pouparia esforços para retomar o ciclo de crescimento interrompido com o advento da crise. Ademais, os aportes do BNDES permitiram que empresas nacionais comprassem empresas estrangeiras e viabilizaram fusões e aquisições entre empresas brasileiras (NOZAKI, 2011). Para Feijó e Sousa (2012, p. 139), "... o BNDES (...) foi o principal agente do governo responsável por mitigar a crise econômica, demonstrando serem as políticas de crédito as que mais impactaram na economia."

O Banco do Brasil, que é o maior banco comercial do sistema financeiro público, também foi utilizado de maneira estratégica dentro do contexto das políticas contracíclicas implementadas pelo governo federal. O BB aumentou a disponibilidade de recursos para empréstimos para pessoas físicas e jurídicas, sobretudo no crédito rural e no financiamento ao comércio exterior. Além disso, aproveitou a autorização para que os bancos públicos pudessem adquirir carteiras de instituições financeiras menores e concluiu a compra de três importantes bancos estaduais: Banco Estadual de Santa Catarina, Nossa Caixa e Banco do Piauí. A instituição iniciou ainda em 2008 uma forte redução nas taxas de juros cobradas em diversas operações de crédito, reduzindo o *spread* bancário e induzindo os demais bancos a fazerem o mesmo, aumentando assim a concorrência no setor. Essa postura ativa do BB durante o auge da crise teve como consequência direta a expressiva elevação de sua carteira de crédito (50%), com *market share* passando de 17,5% em setembro de 2008 para 21,2% em dezembro de 2009 (MENDONÇA e DEOS, 2012)

Tradicionalmente, a Caixa Econômica Federal, maior banco público da América Latina, atua de maneira destacada nos setores de financiamento habitacional, infraestrutura urbana e saneamento básico. O fato de ser o agente gestor do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) permite à CEF ter acesso a um volumoso montante de recursos com custo reduzido, o que amplia significativamente seu potencial de atuação em momentos de retração por parte dos bancos privados. Ao longo de todo o período da crise a CEF intensificou o ritmo de

concessão de empréstimos, não só habitacionais, e, a exemplo do BB, promoveu sucessivos cortes nas taxas de juros cobradas nas operações. Procedendo dessa maneira, além de auxiliar o governo na política creditícia expansionista, a CEF emergiu da crise mais forte, uma vez que ampliou sua participação no mercado de crédito. Segundo Mendonça e Deos (2012, p. 166) essa participação “... saltou de 6,6% em setembro de 2008 para 9,5% em dezembro de 2009, após um crescimento de 79,8% de sua carteira de crédito.”

Dessa maneira, corroborando os resultados encontrados em Carvalho, Oliveira e Tepassê (2012); Mendonça e Deos (2012); Feijó e Sousa (2012) e Nozaki (2011) conclui-se que os bancos públicos federais desempenharam papel contracíclico fundamental no enfrentamento à crise financeira internacional. A política de crédito, em complemento à política fiscal expansionista, adotada pelo governo e operacionalizada pelo sistema financeiro público auxiliou significativamente para que a economia brasileira se recuperasse do choque inicial causado pela maior crise financeira já vista desde 1929 de maneira relativamente rápida, sobretudo quando comparada às economias dos países centrais. À título de conclusão, Carvalho, Oliveira e Tepassê (2012, p. 172) apontam:

Pode-se concluir, assim, que o aumento da participação do sistema financeiro público no estoque total de crédito do sistema financeiro nacional no contexto da crise global constituiu condição indispensável para atenuar os efeitos macroeconômicos adversos causados pelo comportamento tipicamente pró-cíclico assumido pelos bancos privados nos contextos de retração dos negócios e/ou alta incerteza. A existência de instituições financeiras públicas sólidas e, por conseguinte, capazes de assumir um comportamento anticíclico ao longo das fases de expansão e da retração dos negócios constitui condição fundamental para o bom funcionamento da economia.

A experiência brasileira confirma as proposições elaboradas por Minsky quanto à necessidade de um Grande Governo e de um prestador de última instância para impedir que uma crise financeira se converta em uma grave recessão. Neste contexto, o sistema bancário público, através das compras de carteiras de instituições financeiras menores e da persistente ampliação dos financiamentos ao longo da crise, se destacou como instrumento genuinamente anticíclico capaz de minimizar os efeitos da queda da atividade decorrentes de perturbações oriundas do

setor financeiro. Mais do que isso, os grandes bancos públicos saíram da crise fortalecidos, com elevação da base de clientes e do seu *market share*.

Por outro lado, a crise evidenciou a falta de articulação entre as políticas creditícia e fiscal, com viés claramente expansionista, e a monetária, mais conservadora (NOZAKI, 2011). Dessa maneira, percebe-se que, sobretudo durante a fase inicial do circuito depressivo, as políticas relacionadas ao *Big Bank*, principalmente a demora em reduzir a taxa básica de juros, acabaram por retardar o movimento de recuperação da economia.

Portanto, para que o país consolide um arranjo financeiro mais robusto e, por conseguinte, menos exposto à eclosão de crises é necessário que as políticas relacionadas ao prestador de última instância e ao Grande Governo ocorram de maneira coordenada e estejam presentes na economia brasileira não só durante o ciclo recessivo, mas também nos períodos de expansão. Segundo Nozaki (2011, p.56), “Dessa articulação é que dependerá o sucesso do Brasil numa ordem econômica estruturalmente instável porque financeirizada.”.

5 OBSERVAÇÕES CONCLUSIVAS

A recente crise financeira global colocou em pauta diversas questões acerca da importância que o Estado desempenha enquanto regulador da economia. Gestada em um setor específico (imobiliário), a desordem espalhou-se rapidamente para outras áreas da economia estadunidense, provocando uma onda de falências e colocando a nação mais poderosa do mundo em sérias dificuldades. O elevadíssimo poder de contágio, permitido pelo alto grau de interligação financeira existente entre os países, ficou comprovado pela velocidade e, sobretudo, intensidade pela qual a crise atingiu a grande maioria das economias do planeta.

Após analisar mais detidamente os processos que desencadearam a crise, conclui-se que a falta de mecanismos regulatórios internos e externos situa-se no âmbito desta questão. Valendo-se do arcabouço teórico minskyano, pôde-se compreender que, por mais que a instabilidade seja intrínseca ao sistema capitalista e, portanto, não possa ser completamente extinguida, é possível criar arranjos econômicos mais estáveis. Devido a sua natureza não produtiva, o sistema financeiro se apresenta como um terreno fértil para busca de lucros rápidos, que geralmente não encontram correspondente no desenvolvimento do lado real da economia. Portanto, as autoridades reguladoras devem acompanhar de perto a evolução do setor financeiro a fim de identificar possíveis bolhas de crédito e de consumo, e assim evitar a emergência de graves recessões.

Os pressupostos contidos na Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky conseguiram explicar satisfatoriamente o processo de gestação e eclosão da recente crise financeira global. A formação da bolha no mercado de imóveis *subprime* demonstra perfeitamente a passagem descrita por Minsky de um arranjo econômico *hedge* para outro *especulativo/Ponzi*, menos estável e, por conseguinte, mais exposto ao surgimento de crises. Outro ponto importante verificado no trabalho é o papel de destaque desempenhado pela securitização das hipotecas *subprime* enquanto agente propagador da crise para o restante da economia, comprovando a importância das inovações financeiras no processo de desestabilização endógena.

O recrudescimento da crise no âmbito internacional evidenciou algumas fragilidades da economia brasileira, principalmente quando o dólar disparou diversas

empresas atreladas a esquemas com derivativos cambiais realizaram fortes prejuízos. Ademais, no momento imediatamente anterior ao advento da crise, diversas dessas empresas obtinham significativa parcela de seus lucros através destes derivativos. Neste ponto, novamente pudemos perceber a relevância do constructo teórico keynesiano-minskyano, uma vez que ele nos alerta para os problemas de uma economia onde as inovações financeiras não são adequadamente reguladas e os lucros financeiros se tornam mais importantes que aqueles provenientes da produção.

Neste momento, assim como nos países centrais, o Estado, antes considerado a origem dos problemas econômicos, emerge como solução, a única entidade capaz de reverter as expectativas negativas e colocar a economia novamente nos eixos. Ao longo de estudo pôde-se perceber que tanto no país que gerou a crise, os EUA, como no Brasil, o Estado se fez presente de maneira incisiva a fim de mitigar os efeitos da crise. Todavia, em linhas gerais, o padrão de intervenção realizado nos países centrais divergiu em comparação àquele operado pelo governo brasileiro. Enquanto no Brasil o governo agiu preponderantemente via política fiscal e de crédito, como um *Big Government*, nos EUA a intervenção ocorreu preponderantemente via Federal Reserve. Essa diretriz adotada pelo governo estadunidense é explicada em parte pelo pequeno peso que o sistema bancário público ocupa dentro da economia dos EUA, uma vez que essas instituições, a exemplo do que aconteceu no Brasil, poderiam ser utilizadas para reverter o circuito depressivo instaurado pela crise.

A postura diferenciada adotada pelo governo brasileiro foi possível, em grande medida, graças ao sólido sistema financeiro público existente no país. Os principais bancos públicos brasileiros analisados no trabalho (BNDES, Caixa e BB) foram deliberadamente utilizados a fim de fornecer liquidez ao mercado e evitar a quebra de instituições financeiras de pequeno e médio porte. Os dados empíricos coletados comprovaram este movimento contra cíclico e evidenciaram que o sistema financeiro público emergiu da crise mais consolidado, ampliando sua participação no mercado de crédito nacional.

REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/series/port/aviso.asp>> Acesso em: 11 novembro 2013.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES). Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/index.html>. Acesso em: 10 novembro 2013.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Crise e recuperação da confiança. In: FERRARI FILHO, F; PAULA, L. F (Orgs.). **A crise financeira internacional: origens desdobramentos e perspectivas.** São Paulo: Editora Unesp, 2012. p. 09-12.

CARVALHO, F. J. C. Entendendo a recente crise financeira global. In: FERRARI FILHO, F; PAULA, L. F (Orgs.). **A crise financeira internacional: origens desdobramentos e perspectivas.** São Paulo: Editora Unesp, 2012. p. 21-28.

CARVALHO, C. E.; OLIVEIRA, G. C.; TEPASSÊ. A relevância da atuação dos bancos públicos federais brasileiros diante dos impactos da crise financeira internacional. In: _____ (Orgs.). **A crise financeira internacional: origens desdobramentos e perspectivas.** São Paulo: Editora Unesp, 2012. p. 169-173.

CUNHA, A. M.; FERRARI FILHO, F. Será que as políticas implementadas no Brasil em resposta à crise financeira internacional podem ser consideradas keynesianas? In: MODENESI, A. M. et al (Orgs.). **Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2012. p. 145-152.

DATHEIN, R. Sistema monetário internacional e globalização financeira nos sessenta anos de Bretton Woods. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, n.16, junho, 2005. p. 51-73.

DEOS, S. A Contemporaneidade de Minsky. In: _____ (Orgs.). **A crise financeira internacional: origens desdobramentos e perspectivas.** São Paulo: Editora Unesp, 2012. p.17-20.

FEIJÓ, C. A.; SOUSA, A. B. A política monetária brasileira e suas recentes reespecificações: uma análise pela ótica da coordenação. In: _____ (Orgs.). **Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2012. cap. 17, p. 145-152.

FERRARI FILHO, F; PAULA, L. F. A crise das finanças desregulamentadas: o que fazer? In: _____ (Orgs.). **A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas.** São Paulo: Editora Unesp, 2012. p. 21-28.

IPEADATA. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/>>. Acesso em: 11 novembro 2013.

LIMA, D. B. T.; MATHIAS, J. F. C. M. Uma interpretação da crise subprime segundo a abordagem de Hyman Minsky. In: **II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira**, 2009, Porto Alegre. Anais do II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 2009.

KEYNES, J. M. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda.** São Paulo: Saraiva, 2012.

MENDONÇA, A. R. R.; DEOS, S. O papel dos bancos públicos e a experiência brasileira recente. In: _____ (Orgs.). **A crise financeira internacional: origens desdobramentos e perspectivas.** São Paulo: Editora Unesp, 2012. p. 163-167.

MILAN, M. A crise financeira nos EUA: Causas, Consequências e Desdobramentos Teóricos. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, v. 33, p. 103-145, 2012.

MINSKY, H. A hipótese da instabilidade financeira. **OIKOS (Rio de Janeiro)**, América do Norte, 8, nov. 2009. Disponível em: <<http://www.revistaoikos.org/seer/index.php/oikos/article/view/181/116>>. Acesso em: 12 Mai. 2013.

_____. **Estabilizando uma economia instável.** Osasco: Novo século, 2009.

MOLLO, M. L. R. Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky. **Revista de Economia Política**, Editora 34, vol. 8, n. 3, jan/mar., 1988. p. 100-122. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/29-7.pdf>>. Acesso em: 10 Ago. 2013.

NOZAKI, W. A crise financeira internacional e a atuação do Estado nacional: o caso brasileiro. **OIKOS (Rio de Janeiro)**, América do Norte, vol.10, n.1, ago. 2011. p.38-57. Disponível em: <<http://www.revistaoikos.org/seer/index.php/oikos/article/view/250/148>>. Acesso em: 10 Mai. 2013.

S&P DOW JONES INDICES. Disponível em: <<http://us.spindices.com/indices/real-estate/sp-case-shiller-ga-atlanta-home-price-index>>. Acesso em: 11 novembro 2013.

TERRA, F. H. T.; FERRARI FILHO, F. A Hipótese de Fragilidade Financeira Aplicada ao Setor Público: Uma Análise para a Economia Brasileira no Período 2000-2009. **Economia (Brasília)**, Elsevier, vol. 12, n. 3, set/dez. 2011. p. 497-515. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/revista/vol12/vol12n3p497_516.pdf> Acesso em: 10 Ago. 2013.