

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

VINÍCIUS SERRÃO RIBEIRO

ALGUNS ELEMENTOS DA ECONOMIA COMPORTAMENTAL E A CRISE DE 2008

Monografia apresentada à disciplina de
Trabalho de Fim de Curso como requisito
parcial à conclusão do Curso de Ciências
Econômicas, Setor de Ciências Sociais
Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dra. Adriana Sbicca
Fernandes

CURITIBA

2013

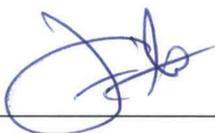
VINÍCIUS SERRÃO RIBEIRO

ALGUNS ELEMENTOS DA ECONOMIA COMPORTAMENTAL E A CRISE DE 2008

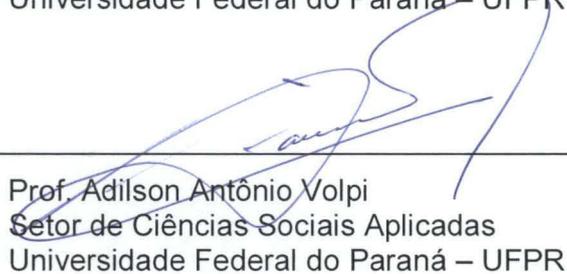
Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:



Orientador: Prof. Dra. Adriana Sbicca Fernandes
Setor de Ciências Sociais Aplicadas
Universidade Federal do Paraná – UFPR



Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira
Setor de Ciências Sociais Aplicadas
Universidade Federal do Paraná – UFPR



Prof. Adilson Antônio Volpi
Setor de Ciências Sociais Aplicadas
Universidade Federal do Paraná – UFPR

Curitiba, 25 de Julho de 2013.

RESUMO

O objetivo do presente trabalho é fazer uma análise de alguns fatores que levaram a economia norte-americana à crise de 2008, principalmente aqueles relacionados às tendências comportamentais do ser humano. Levando em consideração os efeitos que essas situações trazem à economia de uma nação, é de extrema importância entender o máximo possível, como se formam as crises. Por meio da abordagem de Kahneman e Tversky, serão analisados alguns fatores que contribuíram para a fragilidade financeira, conforme definida por Hyman Minsky, e os eventos que culminaram nessa crise de 2008.

Palavras-Chave: Crises financeiras, Minsky, Fragilidade Financeira, Economia Comportamental, Crise de 2008.

ABSTRACT

The main objective of this text is to analyze part of the events that lead the North American economy to the 2008 crisis focused on the behavioral aspects of decision-making. Due to the severe effects that those events bring to a nation's Economy is of great relevance understanding how those crises arise. Using Kahneman and Tversky's approach on decision making, some factors that can explain how the financial fragility, as defined by Hyman Minsky, and the events that guided this economy to the path of a crisis will be analyzed.

Key words: Financial Crisis, Minsky, Financial Fragility, Behavioral Economics, 2008 crisis

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	1
2	TEORIA DA FRAGILIDADE FINANCEIRA.....	2
3	ECONOMIA COMPORTAMENTAL.....	8
4	FUNDAMENTOS COMPORTAMENTAIS DA FRAGILIDADE FINANCEIRA.....	13
5	CRISE DO MERCADO FINANCEIRO NORTE-AMERICANO DE 2008.....	15
6	CONCLUSÃO.....	24

1 INTRODUÇÃO

No desenvolvimento da teoria econômica, um tema sempre presente e importante é a crise, suas causas, consequências, fatores geradores, métodos de evitar, indicadores, estatísticas, etc. O motivo pelo qual esse assunto sempre gerou preocupação aos cientistas econômicos e sociais é que essa condição sempre esteve presente nos sistemas econômicos. Crise, em seu aspecto mais abrangente, possui algumas características que a definem. "São eventos ou séries de eventos específicos, inesperados e não rotineiros que criam altos níveis de incerteza e representam ameaças às prioridades de uma organização" (SEEGER, SELLNOW, ULMER, 2005, p. 235).

O economista Hyman Minsky buscou analisar as crises de modo a procurar entender de que maneira são formadas. Uma das grandes contribuições desse autor foi concluir que as crises financeiras advêm da fragilidade financeira das instituições que é definida pelas relações de dívida que existem em uma sociedade. Afirma, ainda, que o sistema capitalista tem uma predisposição ao desencadeamento de crises. Esse mecanismo deve-se, em parte, à influência das convenções na definição e difusão das expectativas por parte dos agentes. Portanto, para Minsky as sociedades capitalistas tendem a acabar, por fatores endógenos, em situações de crise.

No ano de 1974, os psicólogos Amos Tversky e Daniel Kahneman publicaram um artigo tratando da maneira que os indivíduos tomam decisões sob incerteza. O texto demonstrava algumas experiências empíricas em que indivíduos tomavam decisões de maneira enviesada e distante da racionalidade plena. Os pesquisadores afirmaram que fazemos uso de mecanismos cognitivos conhecidos como heurísticas para tomar decisões. Em algumas situações, constataram os autores, esse processo de tomada de decisão pode apresentar um resultado que foge à racionalidade plena.

Dentre as crises financeiras na história do capitalismo a mais recente que se pode mencionar é a de 2008, cujos efeitos seguem sendo sentidos por diversas economias pelo mundo. Tal crise foi marcada por um colapso nos sistemas financeiros, levando a: perda de liquidez por parte das instituições financeiras, depreciação de ativos, aumento da volatilidade dos mercados financeiros organizados, falência (ou situações muito próximas) de enormes instituições. O

mercado de capitais reagiu rapidamente com drásticas quedas de preço de ativos dos mercados. Pouco tempo depois, o efeito espalhou-se pela economia real e em uma escala global. (SZYSZKA,2010)

O presente trabalho tem como objetivo analisar os fatores que contribuíram para a deflagração da crise financeira iniciada no mercado norte americano. Utilizando o conceito de predisposição à fragilidade financeira de Hyman Minsky, esses fatores serão analisados por meio da abordagem de Kahneman e Tversky para buscar explicitar como o mecanismo de difusão das expectativas contribuiu para essa fragilização do sistema financeiro norte-americano.

O trabalho será estruturado em quatro partes. Na primeira serão apresentados alguns conceitos da fragilidade financeira elaborados por Minsky. O segundo tratará da abordagem da economia comportamental, focada nas contribuições de Kahneman & Tversky (1974). O terceiro será uma análise de como é possível utilizar os conceitos da economia comportamental para compreender a fragilização que levou à crise de 2008 e o percurso que nela resultou. A quarta seção será a exposição dos acontecimentos que tiveram como consequência a crise por meio da ótica de Minsky e da Economia Comportamental. Por fim, será apresentada a conclusão do trabalho.

2 TEORIA DA FRAGILIDADE FINANCEIRA

Nesta seção será apresentada uma fração da teoria de Hyman Minsky acerca da fragilidade intrínseca aos mercados financeiros. Serão abordados três aspectos principais da tese que busca explicar como se formam as crises nos mercados financeiros que serão tratados em outras partes do texto: o conceito de fragilidade sistêmica, as categorias de finanças, e a abordagem do papel das convenções para o desenvolvimento destes fenômenos.

Hyman Minsky elaborou uma teoria em que estabelece conexões entre a fragilidade dos mercados financeiros e as fases dos ciclos econômicos, de crescimento e retração das atividades dos sistemas capitalistas. Para o autor, a predisposição a crises é característica inerente ao capitalismo. Argumenta que a história do capitalismo

É marcada por severas recessões associadas a pânico financeiros nos quais relações financeiras são rompidas e instituições destruídas (...). A História do dinheiro, bancos e regulamentação financeira pode ser interpretada como uma busca por uma estrutura que possa eliminar essa instabilidade. A prática mostra que essa busca falhou e a teoria indica que a busca por essa solução é infrutífera. (Minsky, 1986, p. 349)

Para Minsky, tornar o sistema capitalista mais robusto no longo prazo é tarefa impraticável, uma vez que a mudança da condição - da robustez à fragilidade- é atribuída pelo ímpeto de auferir lucros por parte de instituições capazes de promover “inovações financeiras”. Isto é, dado certo conjunto de oportunidades, agentes serão motivados a criar mecanismos de financiamento, sobretudo aqueles cuja fonte de receita é o endividamento de outros agentes. *“Em uma economia capitalista, arranjos financeiros são mais prováveis quando dívidas são pagas não com dinheiro advindo de atividades produtivas, mas com dinheiro proveniente da emissão de dívidas.”* (MINSKY, 1986, p. 223).

Minsky afirma que se pode caracterizar a estrutura financeira de uma economia por meio das relações de dívida entre os agentes que também definirão aquilo que chama de fragilidade, ou propensão a crises. A decisão de investimento é motivada por uma expectativa de fluxo de caixa adicional, viabilizado por essas inversões, que será suficiente para cobrir a obrigação contratual do empréstimo. Conceitualmente, a relação entre emprestadores e prestamistas é baseada nas expectativas de que as “margens de segurança” da unidade devedora sejam suficientes para o pagamento da dívida, “posições de firmas em ativos de capital, que possuem um rendimento esperado já que são utilizadas na produção, e financiadas por uma combinação de cotas de participação e dívidas”. (MINSKY, 1986, p. 230)

Afirma o autor que esse sistema financeiro é constituído por três categorias principais de relação de dívida. Esses tipos de endividamento diferenciam-se pela expectativa de modalidade de pagamento, receitas esperadas da custódia de ativos e compromissos contratuais do devedor sobre os instrumentos financeiros possuídos.

A primeira modalidade de financiamento é chamada de finanças *hedge* (ou de proteção). Supõe-se que os tomadores de empréstimos farão o pagamento através de recursos gerados pelas suas atividades produtivas. Portanto, uma instituição respeita um nível máximo de endividamento, limitado pela capacidade de geração

de recursos de seus processos de produção. Ou seja, unidades *hedge* são somente vulneráveis a aumentos de custos ou redução de receitas em suas atividades produtivas. O autor explica que são vulneráveis ao risco sistêmico. Isto é, estão expostos a riscos inerentes à atividade de mercado de acordo com flutuações conjunturais.

A segunda modalidade denominada de finanças especulativas é definida como aquela cuja origem de fluxo de caixa advindo da atividade produtiva não é suficiente para saldar a dívida. Ou seja, empresas que apresentem deficiências de recursos para saldar suas obrigações e tenham que recorrer a outros instrumentos de financiamento. Unidades desse tipo podem ser consideradas especulativas. Dessa maneira, tal tipo de estrutura caracteriza-se pela capacidade de pagar os juros relativos ao empréstimo, mantendo o valor principal do saldo devedor pendente. "Deficiências de fluxo de caixa surgem porque há obrigações de pagamento que são maiores que os recebimentos durante estes períodos. Finanças especulativas envolvem o arrolamento das dívidas." (MINSKY, 1986, p. 231). Para o autor, essa modalidade de estrutura encaixa-se (não exclusivamente) ao *modus operandi* de bancos comerciais, uma vez que suas atividades envolvem a utilização dos depósitos dos correntistas para realizar empréstimos a uma proporção maior do que os ativos que possuem. Uma unidade de *hedge* pode tornar-se especulativa caso haja uma redução nos rendimentos (ou aumento nos custos) de forma que não tenha capacidade de saldar suas dívidas com sua geração de fluxo de caixa. Obviamente, tal situação envolve uma exposição maior, já que essas empresas estão sujeitas ao risco de seu mercado e àquele inerente ao mercado financeiro, que define as taxas de juros e, portanto, o montante adicionado ao principal.

Uma unidade financeira *Ponzi* (a terceira descrita pelo autor) é similar à especulativa no sentido de que as obrigações de pagamento excedem as receitas obtidas em determinados períodos.

Enquanto, no curto prazo, fluxos de caixa de unidades especulativas são grandes a ponto do custo do financiamento não impactar em aumento da dívida, na modalidade Ponzi, os custos de financiamento são maiores que a renda, de forma que o montante de dívida aumenta. Unidades deste tipo agregam juros aos seus passivos. (MINSKY, 1986, p. 231).

Portanto, esse tipo de estrutura caracteriza-se pela incapacidade das corporações de realizarem o pagamento da dívida principal (assim como as unidades especulativas) e de pagar os juros incidentes sob esse montante.

A insuficiência de rendimentos dessas instituições e a consequente incapacidade de pagarem suas dívidas e os juros dela decorrentes fazem com que o saldo devedor acumule-se em função da incidência dos juros não pagos. Dessa forma, requerem um refinanciamento de seus débitos (aumentando o montante total em períodos futuros) para cumprir parte de suas obrigações no curto prazo. Existe, pois, uma tendência de que entrem em uma espiral de endividamento cumulativo. Caso não encontrem uma maneira de sair desse ciclo irão à falência, já que não têm capacidade de geração de rendimentos compatíveis com a dívida e, em algum momento não obterão mais crédito para arrolá-la.

Para o autor, tanto unidades especulativas quanto *ponzi* estão sujeitas às variações na conjuntura dos mercados financeiros. Porém, unidade *ponzi* possui uma exposição maior, uma vez que têm obrigações financeiras a pagar cujos juros aumentam gradativamente. Dessa forma, o fluxo de caixa deve ser cada vez maior para amortizar esse passivo - uma vez que os juros acumulam-se, tornando a vulnerabilidade cada vez maior. Ou seja, unidades *ponzi* expõem-se ao mesmo risco das finanças especulativas (risco de variações nos mercados financeiros), contudo, a estrutura alavancada (razão entre dívida e patrimônio) desse endividamento faz com que esse risco seja amplificado.

A história indica que um sistema é composto pelos três tipos de unidade. O que define o nível da fragilidade é a composição dos tipos de unidades financeiras nesse sistema. Quanto maior for a proporção de agentes endividados, maior será a fragilidade.

O autor busca explicar quais são os motivos que promovem uma alteração na composição desse sistema, alterando seu nível de fragilidade. "A experiência nos indica que nossa economia oscila estruturas financeiras robustas e frágeis, e que crises financeiras dependem de uma existência prévia de fragilidade financeira." (MINSKY, 1986, p. 234).

Uma conjuntura que apresenta uma margem de segurança alta – isto é, majoritariamente composta de unidades hedge possibilita o ganho através de especulação. Isso porque as taxas de remuneração de curto prazo são menores em

comparação com as de longo prazo. Essa entrada de capitais especulativos faz com que o preço dos ativos suba. Como há agentes auferindo lucro através dessas operações, existe um incentivo em direção às finanças especulativas e *ponzi*.

"Oportunidades de lucro em um sistema robusto fazem com que a mudança de robustez para fragilidade seja um processo endógeno." (Minsky, 1986 p. 234) Uma estrutura que apresentar estabilidade por um longo período de tempo impactará no otimismo dos agentes, uma vez que os investimentos feitos em um período anterior viabilizam rendimentos no período atual.

Um longo período de estabilidade leva os agentes a terem uma percepção de que o nível de incerteza é reduzido. Como os investimentos feitos em um período anterior viabilizam a obtenção de rendimentos, esperam os indivíduos que ao investirem ainda mais haverá um potencial ainda maior de lucros nos próximos períodos.

Como muitas empresas não possuem recursos suficientes para realizar o investimento autonomamente recorrerão a financiamentos. Caso essas expectativas estejam difusas no sistema, esse comportamento será adotado por diversos agentes. As instituições financeiras responderão a essa maior demanda por financiamentos concedendo esses empréstimos. Um incremento desse nível de empréstimo aumentará os preços relativos dos ativos de capital comparados ao dinheiro, ou seja, haverá uma valorização dos títulos em função do otimismo ter se tornado convencional. A ocorrência de lucros adicionais provenientes desses investimentos feitos em períodos passados fará com que esses empréstimos sejam tomados novamente, dado que o nível de confiança aumenta reforçado pelo êxito recente. Assim, cria-se uma noção de que empresas endividadas têm capacidade de amortizar suas dívidas e ter quantias substanciais de lucro. Mesmo que haja uma mudança em direção a um nível maior de endividamento (e, portanto, fragilidade), essas decisões serão validadas pelas reações de mercado em um ciclo de expansão.

Os indivíduos, por tomarem como base para suas decisões as convenções, na expectativa de que os fatos mais recentes influenciem no desdobramento dos fatos em períodos vindouros, terão um crescente nível de confiança nessas previsões. Em períodos de euforia há uma tendência de estabelecimento de uma explicação racional para o êxito, influenciando esses agentes a pensarem que os

sucessos mais atuais são fruto de um empreendimento capaz de gerar altos níveis de renda graças a seus fundamentos intrínsecos. Enquanto, na realidade tal decisão mostrou-se rentável, majoritariamente, em função do fator especulativo do mercado (ou, em outras palavras, a difusão do otimismo) (KEYNES, 1973). Nas palavras de Minsky: “O sucesso faz com que se desconsidere a possibilidade de falhas, a ausência de sérias dificuldades financeiras em um longo período de tempo incentiva a euforia na economia em que o aumento do financiamento de longo prazo torne-se algo usual”. (MINSKY, 1986 p. 237). Por esse motivo afirma-se que uma situação de estabilidade conduza à instabilidade sistêmica.

A crescente redução das margens de segurança com a qual as empresas operam em seus mercados, levada pelo maior nível de lucro daquelas que são mais agressivas no período de mania especulativa, faz com que o nível de fragilidade do sistema aumente. Isso porque cada vez mais instituições estão em situações em que só conseguem manter altas taxas de rentabilidade em função da dinâmica especulativa do mercado. Historicamente, diversos fatores contribuem para a reversão dessa conjuntura. Porém, o autor não se propõe a analisar quais são exatamente esses fatores que evidenciam o ponto de inflexão desse sistema caracterizado como uma sucessão de períodos de resiliência e vulnerabilidade. Busca explicitar que eventualmente esse nível insustentável de “alavancagem” culminará em uma crise e situação de pânico no mercado em função da súbita ruptura nas convenções. De uma maneira geral, esse processo de deflagração dá-se por meio de um aumento súbito no custo do financiamento, fazendo com que muitas operações “alavancadas” não tenham condições de manterem-se.

A crescente interligação e inovação nos mercados financeiros acentua a predisposição a uma situação de pânico nos mercados, colaborando com a transmissão das expectativas de maneira mais rápida. Desse modo, a fragilização das finanças de uma sociedade e a crescente interligação dos mercados contribui para uma maior predisposição ao alastramento das consequências da eventual inadimplência das unidades.

3 ECONOMIA COMPORTAMENTAL

Nesta terceira seção será apresentada a abordagem da economia comportamental para a tomada de decisão dos agentes. O texto será baseado no trabalho de Daniel Kahneman e Amos Tversky, que foram fundamentais para o estudo das heurísticas aplicadas a situações empíricas. Primeiramente, será definido o que são as heurísticas e o que a psicologia determina como motivos pelos quais sua utilização é frequente pelo ser humano. Posteriormente serão descritos três tipos de heurísticas, a da representatividade, da disponibilidade e da ancoragem, objetivando o estabelecimento de relações entre outros conceitos anteriormente apresentados.

No ano de 1974 os dois psicólogos israelenses Amos TVERSKY e Daniel Kahneman tiveram seu artigo “Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases” publicado na revista Science. O objetivo do trabalho em questão era mostrar como os indivíduos utilizam heurísticas em seu processo de decisão sob incerteza, fazendo com que essas decisões estejam sujeitas a vieses sistemáticos. Os resultados das pesquisas feitas por esses autores sugerem que os indivíduos utilizam, deliberadamente ou não, estratégias para tornar mais ágil o processo de decisão (conhecidas como heurísticas) para lidar com situações complexa e incertas. Esses mecanismos cognitivos reduzem tarefas de estimação complexas a operações cognitivas relativamente simples. Apesar desses “atalhos mentais” geralmente ajudarem indivíduos a lidar com essas situações complexas, eles também possuem a tendência de levar os agentes a decisões sistematicamente enviesadas. (KAHNEMAN, 2011)

Estudiosos da psicologia por muito tempo debruçaram-se sobre as causas desses problemas. Para explicar de onde surgem as heurísticas é necessário diferenciar dois tipos de sistemas cognitivos utilizados pelos seres humanos. Na abordagem de Stanovich e West (2000) são chamados de sistemas 1 e 2. O primeiro opera sistematicamente e rapidamente, utilizando pouco ou nada de esforço deliberado e de forma involuntária. Exemplos da utilização desse sistema são: detectar que um objeto está mais longe que outro; reconhecer alguma pessoa conhecida; realizar atividades para as quais se está treinado, como dirigir em uma estrada vazia. O segundo sistema aloca atenção às atividades mentais que

requerem esforço, como computações ou cálculos. As operações desse sistema são associadas a experiências de decisão e concentração. Pode-se citar como exemplo, a realização de operações matemáticas complexas; busca por objetos específicos; prestar atenção em uma aula. (KAHNEMAN,2011)

A interação entre esses dois sistemas é responsável pela formação do pensamento e a percepção dos indivíduos. Enquanto o primeiro sistema é responsável pela percepção superficial e pelas atitudes intuitivas dos seres humanos, o segundo possibilita que se analise uma situação de maneira racional e que tenhamos comportamentos em sociedade, uma vez que esse segundo sistema atua em um mecanismo de “censura” das atividades do primeiro. Para compreender a utilização das heurísticas é importante levar em consideração a interação desses dois sistemas. Quando nos é apresentada uma situação cujas resoluções desconhecemos buscamos a solução para esse problema acessando um repertório de possíveis respostas na memória. Como buscamos (inconscientemente) otimizar o gasto de energia necessário para a tomada da decisão, o sistema 1 utiliza atalhos para esse fim, através de regras simples e eficientes.

De acordo com estudos de psicologia evolucionária como os de Cosmides e Tooby (1994), a maneira como nosso sistema cognitivo é formado e como reage aos incentivos advém das situações com as quais gerações passadas lidavam. Ou seja, o fato de sermos atualmente munidos dessas ferramentas para a tomada de decisão é reflexo dos tipos de situação com que nossos ancestrais tinham de lidar. Sob o ponto de vista de seleção natural, portanto, a habilidade de tomada de decisão mais rapidamente foi selecionada até a formação do ser humano moderno. (SBICCA, 2010)

Um exemplo interessante da interação desses dois sistemas é o de um grupo de bombeiros de uma cidade norte-americana que foi chamado para uma emergência. Ao chegarem à residência os bombeiros depararam-se com uma casa em chamas e começaram seu procedimento para apagar o fogo. Ao entrar na casa para verificar se havia alguma vítima, o sargento a cargo da equipe percebeu que havia algo errado e mandou sua equipe retirar-se. Momentos depois da evacuação da equipe o chão onde pisavam desabou. O sargento ao ser perguntado o motivo pelo qual havia tomado a decisão não sabia explicar. No entanto, sua percepção rápida e intuitiva salvou a si mesmo e a sua equipe. Nesse caso específico, o

treinamento e experiência do bombeiro fizeram com que seu sistema 1 utilizasse um atalho, levando a decisão a ser tomada em função da percepção involuntária de um aspecto da situação. (KAHNEMAN, 2011)

Em grande parte dos casos, essas regras funcionam bem (como no exemplo) e as decisões são tomadas mais rapidamente, entretanto, há certas ocasiões em que essa simplificação do processo decisório leva a erros sistemáticos ou vieses cognitivos. Ou seja, existem situações em que esse processo de decisão causa desvios de racionalidade na análise, em função do aspecto involuntário dessas decisões rápidas. (STANOVICH & WEST 2000).

A utilização desses conceitos para a definição das operações de tomada de decisão pelos agentes econômicos deu origem a uma abordagem utilizada na economia comportamental e à metodologia de análise do comportamento dos indivíduos como consequência do processo de decisão com a utilização de heurísticas

A primeira heurística que Kahneman & Tversky (1974) citam é o da “representatividade”. Indivíduos, quando apresentados a uma situação em que devem tomar decisões e não possuem a totalidade das informações utilizam esse mecanismo. Grande parte desses julgamentos é feita através de relações de causa e efeito, como qual a probabilidade de que certo evento origine-se de outro ou vice-versa. Geralmente, para mensurar essas correlações as pessoas confiam na semelhança entre fatores, ou seja, no grau de representatividade desses. Essa heurística pode influenciar na maneira como essa estimativa será feita. O exemplo que Kahneman & Tversky (1974) utilizam é da descrição de um personagem, que “é tímido e reservado, muito prestativo, mas com pouco interesse nas pessoas, ou no mundo real. Um sujeito pacífico e organizado que sente uma necessidade de ordem e tem uma paixão por detalhes”. Ao solicitar que participantes de um experimento escolham qual a profissão mais provável do personagem entre agricultor, vendedor, piloto de aviões, bibliotecário ou físico; a resposta mais recorrente foi a de que a ocupação seria a de bibliotecário. Essa decisão baseou-se em uma associação da personalidade do indivíduo com um estereótipo da profissão, enquanto o aspecto da distribuição amostral dessas ocupações foi ignorado. Estatisticamente, a profissão mais provável seria a de agricultor. Dessa maneira, esse julgamento induz a

diversos tipos de erros, uma vez que essa similaridade é influenciada por aspectos que não têm necessariamente relação com a probabilidade dos eventos.

Tal efeito é derivado da interação entre os dois sistemas. A utilização desses fatores pode descrever parte considerável da variável que se está pretendendo analisar (KAHNEMAN, 2011). A definição de um “estereótipo” provavelmente foi indispensável para a sobrevivência de muitos de nossos ancestrais. Por exemplo, a percepção de um ruído específico pode ser associada à presença de algum animal perigoso. Por isso, quanto mais rápida for a reação de “fugir ou lutar” a esse estímulo maiores serão as chances de sobrevivência. (SCWARZ, STRACK, HILTON e NEDERER, 1991)

Um dos motivos pelo qual Kahneman e Tversky (1975) afirmam que essas falhas ocorrem é o viés denominado de “pouca sensibilidade à previsibilidade dos eventos”. Inclusive, o economista John Maynard Keynes já chamava a atenção para um processo similar: “As pessoas têm que fazer previsões com relação ao estado futuro de alguma variável, tais quais, preços de ativos, demanda por produtos ou até resultados de eventos esportivos” (KEYNES, 1973, p. 185). Se a descrição de alguma dessas ocasiões for feita de maneira muito positiva, o julgamento será de que determinado resultado é mais provável. Por exemplo, se alguém receber informações muito positivas de uma empresa e necessitar estimar os lucros em um período futuro, o fará de maneira otimista, mesmo que a informação nada tenha a ver com lucros. (KAHNENAM & TVERSKY, 1975)

A segunda categoria de heurística citada no artigo de Kahneman e Tversky (1975) é o da “disponibilidade”, que trata de situações em que pessoas estimam a probabilidade de certos efeitos através da rapidez com que certas informações vêm à mente. Ou seja, esses julgamentos são feitos com base em eventos que estão disponíveis com maior facilidade na memória e que são, por esse motivo, interpretados como mais importantes em comparação com outros menos acessíveis. Vale ressaltar que essa acessibilidade não é necessariamente relacionada com o quão recente é essa memória. Eventos que, por algum motivo, são mais impactantes, mesmo que mais antigos podem ter uma influência muito grande no processo decisório. Por exemplo, se um indivíduo for perguntado qual é a incidência de problemas cardiovasculares em homens, essa estimativa será feita tendo como base os eventos que surjam na memória mais rapidamente. Isto é, para calcular

essa chance utilizará memórias mais relevantes, como quantas pessoas do sexo masculino essa pessoa conhece ou ouviu falar recentemente que teve algum tipo de situação relacionada a essa enfermidade e qual foi o grau de impacto que esse fato gerou nas lembranças. Vale lembrar que tanto o processo de busca quanto o de memorização não são completamente conscientes, então é difícil prever exatamente como serão os eventuais equívocos e seu grau de descolamento da realidade. Porém, por questões cognitivas pode-se afirmar que essa tendência terá impacto no processo decisório. (KAHNENAM e TVERSKY, 1975).

Novamente, a existência dessa heurística faz sentido se for analisada sob o ponto de vista da evolução de nossos cérebros. Em um contexto em que o ser humano (ou seus antecessores) tinha um nível de incerteza muito maior e os artifícios para dirimir esses riscos ainda menores, era importante agir rapidamente. Por isso, o fácil acesso a memórias relevantes pode ser fundamental. (SCWARZ, STRACK, HILTON e NEDERER, 1991) O exemplo supracitado do bombeiro pode ser considerado um produto desse mecanismo. O sargento, em função de sua longa exposição a situações de incêndio, passou, inconscientemente, a detectar alguns detalhes e associar a eventos que já presenciou. Todo esse processo de um longo período de exposição é que faz com que indivíduo forme sua intuição, inconscientemente.

“Ancoragem” é o terceiro e último tipo de heurística a que se referem os autores no trabalho de 1974. Trata-se da tendência de, ao fazer estimativas, apoiar-se em um dado ou informação (a “âncora”) de maneira desproporcional à sua importância para a tomada de decisão. Uma vez que essa âncora seja definida, outras interpretações são feitas pelo ajustamento a esse parâmetro inicial. Por exemplo, na negociação de algum bem, o primeiro preço sugerido seria tido como o preço base para o resto da negociação. Um estudo realizado pelos autores exemplifica essa tendência. Pediu-se a uma série de pessoas que estimassem qual a percentagem de países africanos pertencentes à ONU. Antes que respondessem, um número aleatório entre 0 e 100 era mostrado aos participantes que deveriam – primeiramente- dizer se o percentual de países era menor ou maior que o número aleatório e –depois- estimar o número. Com esse estudo foi possível concluir que os indivíduos participantes eram influenciados pelo número dado para a tomada de decisão, mesmo que tivessem consciência de que o valor não tinha relação

nenhuma com aquele que deviam dizer. Por exemplo, pessoas que observaram o número 10 estimaram em média 25%, enquanto aqueles que observaram o número 65 fizeram a estimativa de 45%. (KAHNENAM e TVERSKY, 1974)

A concepção e perpetuação desse mecanismo cognitivo em nossos sistemas neurais podem ser atribuídas a sua capacidade de auxiliar os indivíduos a tomarem decisões de maneira ágil. A psicologia evolucionária afirma que tal característica pode ter sido de grande utilidade quando nossos ancestrais iam à busca de caça. Ao chegar a um lugar desconhecido, é comum estabelecer um ponto de referência a partir do qual se sabe a distância do ponto de partida. Aqueles que tinham uma menor capacidade de estabelecer esses pontos de referência poderiam acabar perdidos em local desconhecido. (GAULIN e MCBURNEY, 2003)

Sob o ponto de vista da tomada de decisões individuais, pode-se considerar que esse processo pode ser influenciado de forma a distanciar o resultado de uma avaliação completa de todos os aspectos inerentes à tomada de decisão.

4 FUNDAMENTOS COMPORTAMENTAIS DA FRAGILIDADE FINANCEIRA

Nesta seção buscar-se-á relacionar aspectos da teoria comportamental a fenômenos que desencadeiam o processo definido por Minsky (fragilidade financeira) aos conceitos de economia comportamental, desenvolvidos por Kahneman e Tversky.

Minsky, no trabalho exposto neste texto, busca definir o capitalismo financeiro como um sistema intrinsecamente sujeito a crises e os caminhos que percorre até chegar nessa situação. A fragilidade financeira é condição necessária para a ocorrência de crises. Uma estrutura financeira frágil é aquela cujos constituintes não possuem uma alta margem de segurança, estando altamente expostos a fatores incertos.

Para o autor, agentes colocam-se nessas situações de risco porque existem oportunidades de lucro em sistemas robustos (em função da diferença entre taxas de juros de longo e curto prazo), que transformam a transição entre a robustez e a fragilidade em um fenômeno endógeno a esse sistema. A obtenção de lucros por um determinado período de tempo faz com que os agentes passem a ter expectativas de que esses processos que rendem lucros podem ser repetidos várias vezes.

Dessa maneira, tornam-se otimistas com relação ao futuro. A difusão dessas expectativas por diversos agentes desse sistema torna-se convencional. "Convenção pode ser definida como uma regra coletiva de comportamento". OREIRO (2000, p. 4)

A difusão desse otimismo torna os agentes mais confiantes com relação aos eventos do futuro. Creem que o nível de incerteza é menor e, portanto, tomam decisões mais arriscadas com base nesse nível de confiança. Parte dessas decisões envolve a tomada de empréstimos junto a instituições financeiras, que simplesmente respondem à demanda do mercado. Esses indivíduos recebem, portanto, incentivos ao comportamento de risco, reduzindo as margens de segurança do sistema como um todo.

Assim como afirmado por Minsky, a formação das expectativas pelos agentes depende em grande parte do estabelecimento de convenções. Colocando em outras palavras, a maneira como uma conjuntura é avaliada pelos indivíduos influenciará na descrição que farão da situação. Assim, o nível de investimento e gasto que decidirão executar será baseado, em grande medida, em uma perspectiva abalizada por aspectos psicológicos.

As empresas e famílias, ao tentarem tomar decisões com base nas crenças com relação ao futuro, levarão em consideração a perspectiva mais representativa. Ou seja, tomarão como base a descrição positiva que outros agentes. Dessa forma, não considerarão a totalidade dos fatores, afetando o julgamento de risco do empreendimento, ou até levarão em consideração aspectos menos relevantes para essas decisões. O julgamento influenciado pelo estereótipo, difundido pelos agentes, da conjuntura fará com que decisões sejam tomadas sem a devida consideração de outros aspectos que possam, por ventura, influenciar no retorno esperado desse empreendimento.

Outro possível erro advindo da utilização de heurísticas é a tendência de extrapolar fatos do passado para fazer previsões de situações futuras. Fisher & Statman (2000) concluíram que investidores individuais tendem a esse tipo de extrapolação, tornando-se otimistas após períodos de alta no mercado de ações e pessimistas após períodos de baixa. Portanto, a observação de Minsky de que a euforia econômica seria difundida através de um contínuo período de sucessos é compatível com essa constatação. Assim, a memória cada vez mais distante (e menos disponível) de períodos de estagnação econômica estimula os indivíduos a

tornarem-se mais otimistas e tomarem decisões cada vez mais arriscadas. (SHEFRIN & STATMAN, 2011).

A manutenção do nível de confiança dos agentes depende, em parte, do estabelecimento de “âncoras”. Ao analisar o nível de preços, a âncora mais provável é o nível mais recente de preços. Isto é, levando em consideração que não haja nenhuma mudança repentina, haverá, na concepção dos constituintes do mercado, a manutenção da tendência observada. Ou seja, as convenções são definidas, em parte, pela manutenção de períodos sem severas variações. (SHILLER, 2006).

Uma importante discussão diz respeito às estruturas que criam as conexões entre os agentes e a maneira como isso impacta na difusão dessas expectativas. As relações que definirão com qual velocidade e de que maneira serão estabelecidos períodos de otimismo variam de acordo com aspectos históricos, culturais e etc. Trata-se de um fator que contribui para entender as crises. Sobretudo, se forem analisadas as situações de crise individualmente.

Porém, a abordagem de Minsky pretende analisar as crises financeiras capitalistas, como um todo. Assim, pode-se entender que o foco é naqueles aspectos comuns a essas crises (a passagem da robustez à fragilidade em função das oportunidades de lucro e a oferta de meios de financiamento pelas instituições financeiras).

Dessa maneira, a abordagem de Kahneman e Tversky, que centra na decisão dos indivíduos através da utilização de heurísticas, pode auxiliar a compreender o motivo pelo qual expectativas excessivamente otimistas com relação ao futuro são estabelecidas e difundidas até tornarem-se “convencionais”. A contribuição está justamente no entendimento dos fundamentos psicológicos que podem levar a criação de expectativas enviesadas com relação às condições futuras. O processo de tomada de decisão por meio da utilização das heurísticas é inerente ao ser humano e, por isso, pode ser considerado como aspecto constantemente presente nas relações entre as pessoas.

5 CRISE DO MERCADO FINANCEIRO NORTE-AMERICANO DE 2008

Nesta seção será abordada a temática da crise do mercado financeiro de 2008. Será feita uma exposição e análise, sob o ponto de vista de Minsky e da Economia

Comportamental, dos eventos que culminaram na crise de 2008. Para auxiliar nessa análise serão apresentados: a conjuntura de mercado que propiciou condições para a crise; alguns aspectos técnicos de produtos dos mercados financeiros e, finalmente, os efeitos imediatos da deflagração da crise. Sempre tendo em vista a aplicação dos conceitos de Minsky de fragilidade financeira e os de Kahneman e Tversky do processo de tomada de decisão.

O ano de 2008 foi marcado pela deflagração de uma crise financeira de proporções recorrentemente comparáveis àquela de 1929. Problemas nos setores financeiros globais, perda de liquidez por parte de instituições consideradas saudáveis e depreciação severa de diversos ativos. Todos esses fatores tiveram consequências expressivas na conjuntura econômica real, extrapolando sua dimensão dos mercados financeiros. O fator pontual que culminou com a erosão do sistema financeiro foi a súbita desvalorização dos ativos do mercado imobiliário norte-americano. Esse colapso causou dificuldades relacionadas à liquidez dos bancos operando no mercado hipotecário. (SZYSZKA, 2010).

Esse fenômeno (de inflexão do mercado imobiliário) foi causado pelo alto nível de endividamento dos agentes que não tinham condições de pagar suas dívidas junto às instituições financeiras. Essas, por sua vez, não tinham níveis suficientes de recursos para servir como contrapartida para os passivos em seus balanços. Esse alto nível de exposição ao risco foi causado pela tentativa de aproveitar oportunidades de ganhos especulativos, conforme a abordagem de Minsky infere.

Para entender plenamente como era o mecanismo pelo qual os agentes tinham a possibilidade de auferir lucros é importante definir dois conceitos do mercado financeiro americano.

Primeiramente, a crise ficou conhecida como sendo dos “subprime”, que se trata de um crédito oferecido a indivíduos que não têm garantias para apresentar. Dessa forma, por possuírem um alto risco, não aproveitam a melhor taxa de juros do mercado (prime rate, portanto suas taxas eram “sub-prime”, piores do que as “prime”). Essa categoria de dívida é normalmente associada a financiamentos imobiliários. Assim que os preços do mercado imobiliário americano atingiram um pico em meados de 2006, o refinanciamento de dívidas (prática comum no mercado americano à época) tornou-se cada vez mais difícil. Por esse motivo, o nível de inadimplência subiu rapidamente. (SIMKOVIC, 2011)

O segundo fator importante para o desenvolvimento da crise é a “securitização”. De acordo com Neto (2003) securitização trata de “um agrupamento de diversas categorias de passivos financeiros, transformando-os em ativos negociáveis no mercado de capitais”. Ou seja, possibilita transformar o direito de recebimento de dívidas em títulos transacionáveis nos mercados financeiros.

A instituição que realiza a “securitização” de seus títulos retira o risco desses ativos de seu *portfólio*, reduzindo seu risco interno. Por exemplo, se um banco tiver feito um alto número de empréstimos na categoria *subprime* e realizar essa operação, retirará de seu risco avaliado a chance de inadimplência do empréstimo, de acordo com as agências de risco. Além disso, outro benefício é que permite um nível maior de “alavancagem”, que se trata da relação entre passivo (entram nessa categoria as dívidas e patrimônio). (SIMKOVIC, 2009) Portanto, a realização dessa categoria de operação financeira distribui o risco de não recebimento da instituição ao mercado, retirando esse passivo de seu balanço e permitindo a concessão de outros empréstimos com os fundos advindos da venda. (LEWIS, 2010)

Um tipo específico de título foi um dos protagonistas dessa sucessão de acontecimentos que culminou na crise: os CDOs (Collateralized Debt Obligations ou obrigações de dívida garantida). Trata-se de um conjunto de dívidas de consumidores (recebíveis das instituições financeiras prestadoras) que apresentavam o maior risco do mercado e foram transformados em títulos negociáveis. Ao ocorrer a amortização dessa obrigação a instituição recolhe esses pagamentos e distribui o montante devido aos cotistas que fizeram um aporte de capital para a compra do bem financiado. Essa remuneração é feita de acordo com uma divisão em três principais categorias e suas respectivas taxas de remuneração definidas. Os primeiros recebem a menor taxa de juros, uma vez que seu nível de risco é o menor e terão prioridade no recebimento. Assim que os primeiros devedores amortizarem seus débitos, essa primeira parcela receberá seus rendimentos. O segundo grupo receberá uma taxa mais alta, já que correm um risco de não receberem se o nível de pagamento for muito baixo e suficiente somente para pagar o grupo preferencial. O último nível de investidor é aquele que corre o maior risco e recebe seus dividendos a uma taxa mais alta, já que qualquer inadimplência fará com que os recebimentos sejam comprometidos. Essa taxa de remuneração (pós-fixada) é a diferença entre os juros incidentes sobre o pagamento

da dívida, a taxa de administração das instituições prestadoras e a remuneração dos dois outros tipos de cotistas. Essa terceira categoria do título era a mais popular na época, porque tinha a melhor taxa de remuneração e, apesar do risco, um bom histórico de pagamento. (BARNETT-HART, 2009)

O desenvolvimento desse mercado de derivativos financeiros não foi a causa direta da crise. Porém, pode-se atribuir a esse sistema a dimensão que extrapolou o efeito dessa ruptura no mercado imobiliário para os demais mercados. Esses ativos “securitizados” facilitavam a distribuição de risco da entidade prestadora para outros agentes (fundos de pensão, fundos de hedge, produtos de investimento de bancos, seguradoras, etc.). A receita dessas instituições prestadoras, antes do advento desse mecanismo, advinha especialmente dos empréstimos por elas feitos. O desenvolvimento desses produtos tornou muito mais fácil para esses agentes realizarem o repasse do risco de inadimplência ao mercado. Como consequência do desenvolvimento e difusão desses produtos financeiros, houve crescentes incentivos para a concessão de níveis cada vez mais altos de crédito. (SZYSZKA, 2010)

Por meio dessa distribuição do risco, havia um incentivo para que esses bancos prestassem na maior escala imaginável sem preocuparem-se com a chance de não receberem o pagamento referente aos financiamentos. Assim, a obtenção de receita deixa de ser referente ao pagamento da dívida e passa a ser relativa à negociação desse direito de recebimento, uma vez que ganhavam a taxa de administração. Por esse motivo, passou-se a conceder mais crédito a agentes que não possuíam capacidade de apresentar garantias, aumentando o nível de empréstimos descobertos por ativos reais.

Segundo Papadimitriou, Hannsgen e Zezza (2007), esse tipo de empréstimo cresceu cinco vezes no período compreendido entre 2001 e 2005. Sendo que uma parcela considerável desses empréstimos foi utilizada para a aquisição de bens de consumo.

Para Minsky (1986), a passagem da robustez para a fragilidade financeira é levada pelo crescente incentivo presente no mercado de auferir lucros com ativos desenvolvidos através do processo de “inovação financeira”. No período em questão, a possibilidade de realizar a securitização das dívidas promoveu um incentivo para a emissão de títulos de crédito. Portanto, ocorre a difusão do risco em todo o mercado e, como consequência dos altos níveis de exposição, o sistema se

encontra em uma situação frágil, de modo que choques de curto prazo podem ter efeitos catastróficos.

Os agentes prestamistas do sistema como um todo recebiam um altíssimo estímulo em direção ao endividamento, mesmo que na gênese do processo, não houvessem apresentado nenhuma garantia para a obtenção dessa dívida (como os subprime). Era-lhes permitido refinanciar suas obrigações, trocando uma dívida de um determinado valor e parcela de amortização por outra cujo valor principal era maior. Ou seja, supondo que um indivíduo tivesse uma hipoteca (obtida sem garantias) no valor de 10 (por exemplo), propunham-lhe que saldasse essa dívida com um empréstimo dos 10 somados a mais 10, aumentando o valor da sua dívida e, muitas vezes, mantendo a parcela de amortização constante, alongando o prazo do empréstimo. Era possível à grande parte dos agentes norte-americanos realizarem esse tipo de operação de pagar financiamentos com outros financiamentos e faziam-no porque acreditavam que esse mecanismo seria repetido por muito tempo. Inclusive, o fator por muitos analistas citado como o estopim dessa crise é o pico nos preços imobiliários. Essa alta foi causada pela pressão nos preços dos imóveis que pode ser explicada pela facilidade de financiamento que fazia com que ocorresse uma procura por ativos imobiliários novos e de maior preço. (SOROS, 2008)

O sistema financeiro americano passou a ser majoritariamente composto por unidades ponzi, situação em que a vulnerabilidade dos agentes a efeitos exógenos é maior, já que não geram recursos para pagar o montante devido, que tem valor adicionado em função dos juros acumulando-se.

O alto patamar nos preços imobiliários nos Estados Unidos fez com que se tornasse cada vez mais difícil obter refinanciamentos das dívidas hipotecárias. Como não tinham mais acesso a essa fonte de recursos, diversos agentes viram-se incapazes de realizar o pagamento das dívidas. A difusão desse efeito trouxe como consequência o aumento súbito na inadimplência que teve grande repercussão no sistema econômico americano.

Já que esse alto número de agentes não pagou as obrigações, as instituições que tinham “securitizado” esses títulos perceberam que grande parte daquele conjunto de recebimentos futuros não seria honrada. Muitas dessas instituições detinham participações nas categorias mais arriscadas dos CDOs. Por esse motivo,

o valor esperado desses títulos sofreu um decréscimo repentino, reduzindo o montante do ativo contábil do banco e, portanto, seu patrimônio líquido. Como a relação entre os empréstimos e o capital próprio dos bancos era muito alta somente poderiam cumprir parte de suas obrigações. Para evitar essa situação de insolvência deveriam eliminar esses ativos “podres”, por isso colocaram à venda todo esse estoque no mercado.

Uma vez que grande parte desses bancos encontrava-se na mesma situação, todos agiram de maneira semelhante despejando esses títulos no mercado. Esse aumento repentino na oferta desses produtos financeiros fez com que seus preços caíssem e algumas dessas empresas com menores condições de obter liquidez ficassem insolventes, devido à incapacidade de obtenção de fundos suficientes para saldar suas obrigações.

A insolvência dessas instituições fez com que houvesse uma série de falências de bancos de porte médio e que os governos, especialmente o norte-americano, precisassem injetar um enorme fluxo de capital no sistema para impedir que o mesmo acontecesse com bancos de maior porte. Mesmo assim, essas instituições não voltaram a ofertar crédito a níveis compatíveis com o do pré-crise. Essa contração na aptidão dos bancos a emprestarem culminou na difusão da crise por diversos setores econômicos. Em função do aspecto cada vez mais financeiro das atividades produtivas e da internacionalização das finanças mundiais, esse efeito espalhou-se por diversos países do Mundo. (LEIJONHUFVUD, 2009)

Dentre os diversos motivos que podem ser elencados como preponderantes à formação da crise de 2008, um dos principais é o papel que o mercado imobiliário desempenhou no processo que culminou nessa crise. A teoria da fragilidade financeira de Minsky implica que as crises são fenômenos endógenos, ou seja, as relações entre os agentes que constituem o sistema financeiro culminarão em comportamentos que gerarão a crise. No caso de 2008 um fator importante foi a noção que os agentes tinham de que os preços dos ativos imobiliários tinham uma tendência de crescer ininterruptamente. Como esse tipo de bem não apresentou – de 1940 a 2005 – decréscimos em seu preço, passou-se a crer, no mercado americano, que esse tipo de ativo jamais desvalorizaria. (SHILLER, 2006)

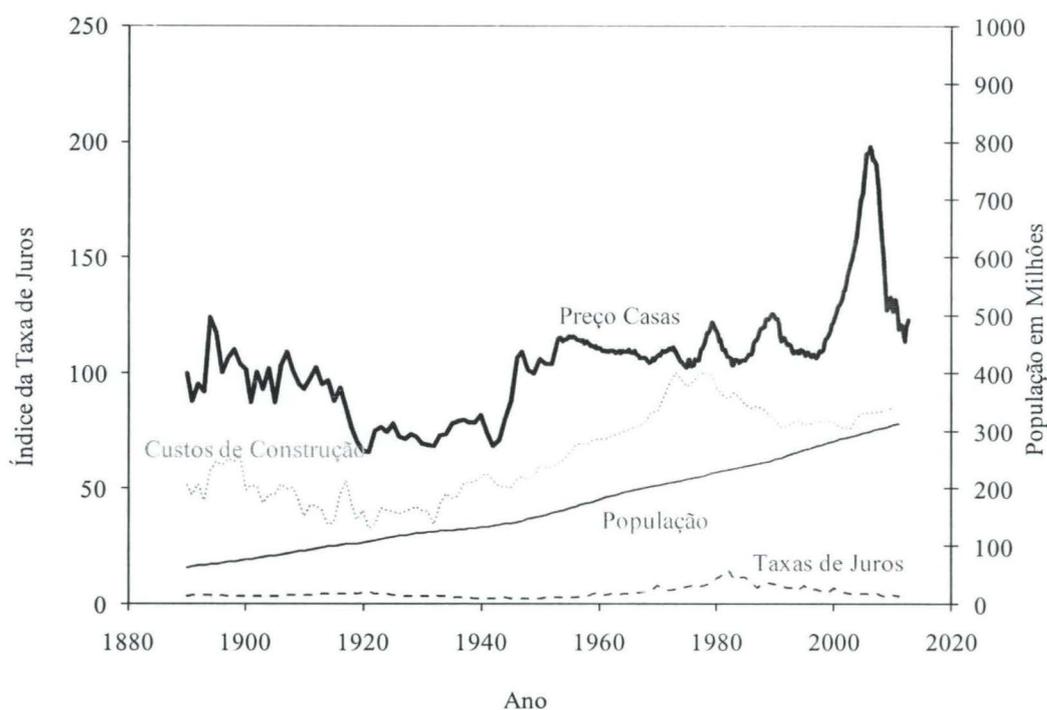
Esse tipo de convenção, afirma Minsky (1986), é produto da propagação de expectativas por uma sociedade fazendo com que certa maneira de avaliar a

conjuntura seja tomada como verdade. Além disso, preços de demanda dos ativos são determinados por seus rendimentos futuros esperados. Essa expectativa é enormemente influenciada pelos rendimentos passados (via dividendos ou, principalmente, aumento de preços). Esse processo fomenta a demanda por esses ativos, aumentando seu preço. (MINSKY, 1986).

Em muitas situações essas expectativas são baseadas em previsões demasiadamente otimistas com relação às condições futuras e os rendimentos dos ativos. Dessa maneira, através de mecanismos de propagação das expectativas tem-se uma análise enviesada da realidade. Esse tipo de fenômeno faz com que os preços dos ativos subam, em função da maior demanda por eles, a um nível não usual e não sustentável. Essa situação é determinada pelas reações das pessoas ao mercado e umas às outras, constituindo uma dinâmica de mercado. (SHILLER, 2006)

O alto nível de financiamentos mobiliários que os agentes norte americanos tomaram (tanto por motivos de consumo quanto de especulação) pode ser explicado pela crença de que essa categoria de ativo não sofria depreciação, os incentivos à tomada de empréstimos por parte das instituições financeiras e pela observação de que essa estratégia rendera bons resultados em ocasiões no passado recente.

Gráfico 1: Evolução do Preço das casas no mercado norte-americano



Fonte: SHILLER, 2005

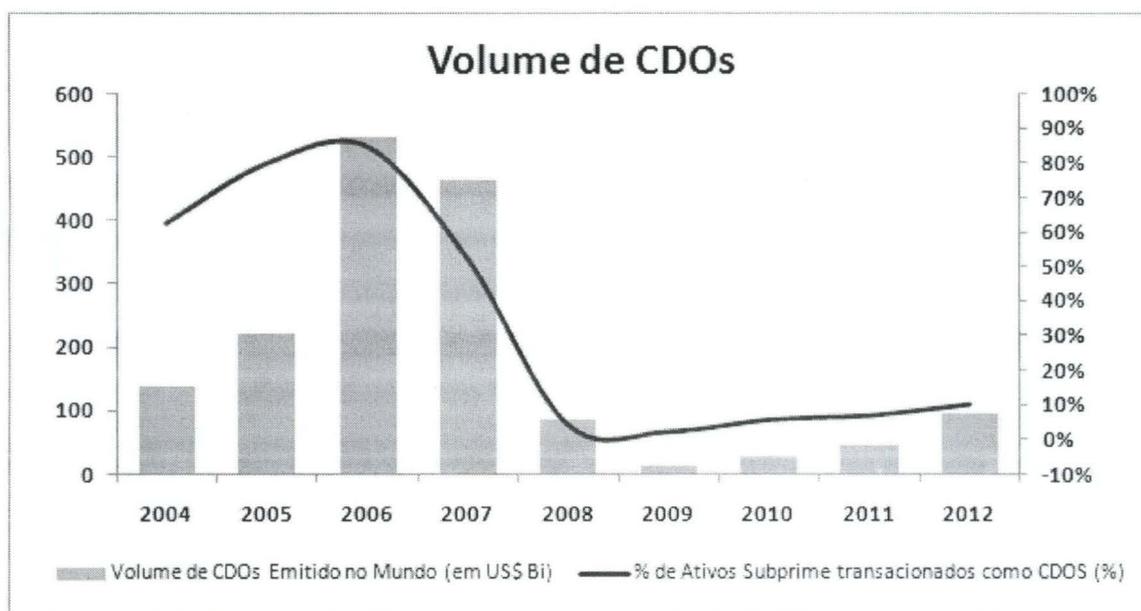
As expectativas e certezas balizadas por preços passados aumentam, incentivando um aumento nos preços através da especulação (conforme gráfico 1). Incitando, pois, mais agentes a terem o mesmo tipo de comportamento de maneira que esse ciclo repete-se, originando uma resposta demasiada àquele incentivo inicial. (SHILLER,2005)

Tece-se uma situação em que os ativos estão sobreprecificados, quando há uma difusão de expectativas enviesadas da realidade. Ou seja, quando essas expectativas tornam-se convencionais. O viés a qual os agentes estão sujeitos nessas situações é compatível com a utilização de heurísticas para a tomada de decisão. Por exemplo, a descrição otimista da conjuntura levou indivíduos a ignorarem parte importante das informações que estavam disponíveis, como o crescente nível de preços em comparação com outros custos. Outro exemplo é o do período de quase 70 anos em que os ativos imobiliários valorizaram-se fez com que a memória de uma depreciação ficasse pouco disponível aos agentes. Portanto, pode-se avaliar que os agentes expuseram-se a altos níveis de risco por considerarem a chance de um declínio no preço dos ativos baixa, uma vez que esse fenômeno há tempos não ocorria. Ou seja, a possibilidade dessa ocorrência foi

julgada desprezível em função da dificuldade que havia para resgatar memórias de episódios do tipo.

Esse efeito é perceptível ao analisar as estatísticas de emissão dos CDOs (conforme gráfico 2), que podem ser considerados como um dos maiores mecanismos pelos quais os agentes emprestadores repassavam o risco de inadimplência ao mercado. A repetição de sucesso na utilização desses produtos é outro exemplo da crescente fragilização advinda da expectativa de que o nível de incerteza havia diminuído e o risco dessas operações era menor.

Gráfico 2: Evolução das emissões de CDOs



Fonte: BARNET HALL (2009)

Outro efeito observável na conjuntura de 2008 é aquele levado pela ancoragem, a que estão sujeitos os agentes, em que os agentes determinam como mais provável o nível recente de alguma variável. Conforme salienta Minsky, um período de sucesso faz com que se subestime a possibilidade de inversão na conjuntura, incentivando a euforia nos mercados. Por esse motivo, o súbito aumento na inadimplência teve efeitos desastrosos para agentes que se encontravam expostos ao risco e não esperando uma reversão da tendência observada.

6 CONCLUSÃO

Este texto procurou demonstrar, através da leitura da teoria da fragilidade financeira de Hyman Minsky e da Economia Comportamental que trata de heurísticas na tomada de decisão de Kahneman e Tversky, como se pode entender a formação da crise de 2008 no mercado norte-americano. Um dos conceitos chave para a formação de uma situação de crise – para Minsky – é a maneira pela qual ocorrem mudanças no otimismo dos agentes com relação às situações futuras. Pode-se analisar que as crises surgem da convenção de expectativas enviesadas, que fazem com que os agentes tomem decisões não considerando a totalidade das informações disponíveis.

Pode se entender que um processo em que uma sociedade passa a adotar um comportamento enviesado é causado pela tendência dos indivíduos à utilização de heurísticas para a tomada de decisão. Conforme foi salientado, esse tipo de “atalho” mental nem sempre produz efeitos negativos, porém, no caso da difusão de expectativas com relação a eventos intrinsecamente incertos, isso, muitas vezes, resulta em situações que desencadeiam crises. Para Minsky a fragilização financeira é condição para o desencadeamento de crises no sistema financeiro capitalista. Agentes são influenciados a altos níveis de exposição através da difusão de perspectivas otimistas que se mantêm por meio da especulação.

O exemplo de 2008 nos permite inferir que esses aspectos levaram a um otimismo exagerado no mercado imobiliário norte-americano. O alto nível de “alavancagem” dos agentes nessa situação foi influenciado por uma perspectiva (que se tornou usual) de que os mecanismos de refinanciamento permitindo o arrolamento das dívidas e produtos que permitiam a distribuição do risco desses produtos por todo o mercado eram sustentáveis. Entretanto, um súbito (e inesperado) aumento nos níveis de inadimplência fez com que todas essas intrincadas operações de distribuição do risco de inadimplência ao mercado resultassem em um efeito generalizado no mercado. A decorrente depreciação dos ativos fez com que houvesse uma redução da liquidez dos mercados afetando, rapidamente, a economia real através da súbita deterioração das expectativas (muito otimistas à época) dos agentes.

Portanto, a contaminação da sociedade por perspectivas irreais de oportunidade de altos lucros por um longo período de tempo deu a sensação de que se havia chegado a uma situação em que os riscos eram controlados. A repetição da obtenção de rendimentos incentivou a uma crescente exposição ao risco tornando o sistema, como um todo, mais suscetível a choques inesperados.

REFERÊNCIAS

BARNETT-HART, A, **The Story of the CDO Market Meltdown: An Empirical Analysis**, Department of Economics, Harvard College, v.1 ,2009

COSMIDE, L. E TOOBY, J.,**Better than rational: evolutionary psychology and the invisible hand**. American Economic Review, v.84, p. 327-332 ,1994

FISHER, K., STATMAN, M.,**Cognitive Biases in Market Forecasts**, Journal of Portfolio Management., v.26 p. 1 - 10 ,2000

GAULIN,S.J.C., MCBURNEY, D.H. ,**Evolutionary Psychology**, p.121 - 142 ,2003

KAHNEMAN, D. **Thinking, Fast and Slow**. Londres: Penguin Group, 2011. 499 p.

KEYNES, J. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. Londres: Macmillan, 1973. 248 p.

LEIJONHUFVUD, A, **Out of the corridor: Keynes and the crisis**, Cambridge Journal of Economics, v.33 p.741 - 757 ,2009

LEWIS, M. **The Big Short: Inside the Doomsday Machine**. Nova Iorque: W. W. Norton & Company, 2010. 291 p.

MINSKY, H. **Stabilizing an Unstable Economy**. Nova Iorque: McGraw-Hill, 1986. 250 P.

NETO, A. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Atlas, 2003. 392 p.

OREIRO, J. L.; **Incerteza, comportamento convencional e surpresa potencial**. Econômica, nº 4, p. 111-138, 2000

PAPADIMITRIOU, D. B.; HANNSGEN, G.; ZEZZA, G. **The effects of a declining housing market on the U.S. Economy**. The Levy Economic Institute, WP 506, jul. 2007

SBICCA, A.,**Heurísticas na Decisão do Consumidor**. 137 f. Tese (Doutorado em Economia) Escola de Economia de São Paulo, São Paulo, 2010

SCHWARZ N.,STRACK F., HILTON, D., E NADERER, G.,**Base Rates, Representativeness, and the Logic of Conversation: The Contextual Relevance of Irrelevant Information Social Cognition**, v.9, p. 67 - 84 ,1991

SEEGER, M. W., ULMER, R. R. E SELNOW, T. L.,**Post crisis discourse and**

organizational change, failure, and renewal, Journal of Organizational Change Management, v.1878 - 95 ,2005

SHEFRIN, H., STATMAN, M.,**Behavioral Finance in the Financial Crisis : Market Efficiency, Minsky, and Keynes** ,2011

SHILLER, R. **Irrational Exuberance**. Londres: Crown Business, 2006. 336 p.

SIMKOVIC, M, **Secret Liens and the Financial Crisis of 2008**, American Bankruptcy Law Journal, v.83, p.253 ,2009

SIMKOVIC,M, **Competition and Crisis in Mortgage Securitization**, Indiana Law Journal, v.88, p. 1 - 59 ,2011

SOROS, G,**The worst market crisis in 60 years**, **Financial Times**, 2008. Disponível em: <<http://www.ft.com/intl/indepth/soros-lectures>.> Acesso em 28 Jun. 2013

STANOVICH, K. E WEST, R.,**Individual differences in reasoning: Implications for the rationality debate?**, Behavioral and Brain Sciences, v.23, p.645 - 726 ,2000

SZYSZKA, A,**Behavioral Anatomy of the Financial Crisis**, Journal of Centrum Cathedra, p.121 - 135 ,2010

TVERSKY A. E KAHNEMAN, D.,**Judgment under uncertainty: heuristics and biases**, Science, v.185, p.1124 - 1131 ,1974