



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

THIAGO NORTE NATARIO

**UMA ANÁLISE SOBRE AS ORIGENS E IMPACTOS DA CRISE
DO SISTEMA IMOBILIÁRIO NORTE-AMERICANO –
AS HIPOTECAS SUBPRIME**

Florianópolis, 2009

THIAGO NORTE NATARIO

**UMA ANÁLISE SOBRE AS ORIGENS E IMPACTOS DA CRISE
DO SISTEMA IMOBILIÁRIO NORTE-AMERICANO –
AS HIPOTECAS SUBPRIME**

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito obrigatório para obtenção do grau de Bacharelado.

Orientador: Prof. Jaime Cesar Coelho

Área de Pesquisa: Crises Financeiras

Florianópolis, 2009

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**UMA ANÁLISE SOBRE AS ORIGENS E IMPACTOS DA CRISE
DO SISTEMA IMOBILIÁRIO NORTE-AMERICANO –
AS HIPOTECAS SUBPRIME**

A Banca Examinadora resolveu atribuir nota **9,0** ao aluno THIAGO NORTE NATARIO na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Prof. Dr.

Prof. Dr.

Prof. Dr.

É com enorme satisfação que dedico este trabalho aos meus pais e irmãos, pelo apoio incondicional durante todos estes anos de graduação.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a toda minha família, em especial a meus pais, Valdir e Sueli, pelo incentivo e apoio ao longo de toda minha graduação e vida escolar, contribuindo assim de maneira fundamental para busca de meus ideais.

Aos amigos que conquistei durante todo curso, em especial aos queridos Kzons, parte importante de minha vida e que me acompanharam ao longo desta caminhada, Kenny, Denso, André, Briga, Buiu, Japa, Jesus, Luisinho, Dedinho, Cacá, Gala, além de todos os outros agregados.

A querida Larissa que me alegrou e incentivou em todos os momentos.

Aos professores do Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina que contribuíram para minha formação.

A todas as pessoas que estiveram presentes ao longo destes anos e que de alguma forma contribuíram para que eu pudesse chegar até aqui.

"... as idéias dos economistas e dos filósofos políticos, tanto quando estão certos como quando estão errados, são muito mais poderosas do que normalmente se imagina. Na verdade, o mundo é governado quase que exclusivamente por elas. Homens práticos, que se julgam imunes a quaisquer influências intelectuais, geralmente são escravos de algum economista já falecido."

John Maynard Keynes

RESUMO

NATARIO, Thiago N. **Uma análise sobre as origens e impactos da crise do sistema imobiliário norte-americano – As hipotecas subprime**. 2009. 66f. Monografia – Curso de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2009.

O presente trabalho analisa as origens e conseqüências que a crise das hipotecas imobiliárias norte-americanas de alto risco (*subprime*) trouxe ao sistema financeiro internacional. A abordagem teórica utilizada segue a corrente de pensamento pós-keynesiana, partindo-se principalmente dos pressupostos da instabilidade endógena ao sistema capitalista. Os movimentos de desregulamentação econômica e globalização financeira, ocorridos principalmente a partir de meados dos anos 1970, contribuíram de maneira fundamental para que uma crise de crédito presente no segmento de hipotecas imobiliárias dos EUA tomasse contornos sistêmicos afetando assim todo o sistema econômico mundial, acarretando inclusive na paralisação do mercado de créditos interbancários. Os prejuízos decorrentes deste movimento também são aqui explicitados, bem como as medidas que os governos estão tomando na tentativa de cessar os problemas referentes à redução de liquidez e crédito provocados pela rápida propagação da crise. Destacam-se também neste trabalho, as medidas que vem sendo propostas com intuito de reformar a atual arquitetura do sistema financeiro internacional.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	10
1.1 TEMA E PROBLEMA.....	10
1.2 OBJETIVOS.....	11
1.2.1 <i>Objetivo Geral</i>	11
1.2.2 <i>Objetivos Específicos</i>	11
1.2.3 <i>Justificativa</i>	12
1.3 METODOLOGIA	12
2. O CIRCUITO FUNDING, A PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ E OS CICLOS ECONÔMICOS ...	13
2.1 O CIRCUITO FINANCIAMENTO-INVESTIMENTO-POUPANÇA-FUNDING.....	15
2.2 SOBRE O FINANCE E O FUNDING	18
2.3 SOBRE A PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ DOS BANCOS.....	21
2.4 SOBRE OS CICLOS DE PREÇOS DOS ATIVOS E OS CICLOS ECONÔMICOS	23
2.5 SOBRE A SECURITIZAÇÃO FINANCEIRA	25
2.6 ASPECTOS DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA DOS MERCADOS	27
3. A CRISE DO SUBPRIME NUM CONTEXTO DE DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA	30
3.1 O PROCESSO DE DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA DOS MERCADOS	30
3.2 O SISTEMA DE FINANCIAMENTO RESIDENCIAL NOS EUA.....	34

3.2.1	<i>Inovações nos Contratos de Hipotecas</i>	37
3.3	A INTEGRAÇÃO DAS HIPOTECAS AO MERCADO DE CAPITAIS	40
3.4	PREJUÍZO DOS BANCOS E CONTRAÇÃO DE CRÉDITO.....	45
3.5	CARACTERÍSTICAS DO SISTEMA BANCÁRIO PARALELO	48
4.	AS POLÍTICAS GOVERNAMENTAIS DE RESGATE AO SISTEMA FINANCEIRO	51
4.1	RESPOSTAS DOS GOVERNOS AO APROFUNDAMENTO DA CRISE.....	51
4.1.1	<i>Redução das Taxas de Juros</i>	51
4.2	PROPOSTAS PARA REFORMA DA ARQUITETURA FINANCEIRA INTERNACIONAL.....	53
4.2.1	<i>Consolidação das Agências Regulatórias</i>	54
4.2.2	<i>Limites aos Avanços da Securitização</i>	55
4.3	PERSPECTIVAS E POLÍTICAS DO FMI APÓS A CRISE	55
5.	CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÕES	60
5.1	CONSIDERAÇÕES FINAIS	60
5.2	RECOMENDAÇÕES.....	61
6.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	63

1. INTRODUÇÃO

1.1 Tema e problema

A crise do *subprime* foi um dos temas que mais se destacou no cenário econômico internacional do ano de 2007. Em maio do referido ano, Ben Bernanke, presidente do FED (*Federal Reserve*) – Banco Central Americano – diante dos problemas constatados, afirmava que: “(...) o efeito dos problemas no segmento *subprime* sobre o mercado imobiliário como um todo será, provavelmente, limitado e não esperamos conseqüências significativas (...) para o resto da economia ou do sistema financeiro”.

Porém esta declaração não se confirmou e meses depois, os mercados financeiros foram surpreendidos por notícias de que as perdas relacionadas ao financiamento de imóveis nos Estados Unidos eram muito elevadas, o que ameaçava a saúde financeira de importantes bancos e fundos de investimento. Como reação, os investidores se apressaram em desfazer suas posições em créditos hipotecários, o que chegou a afetar o funcionamento de vários mercados. Alguns fundos de investimento tiveram de suspender os resgates de suas cotas, e houve considerável redução na liquidez dos títulos de curto prazo nos Estados Unidos.

Com a elevação dos *spreads* a partir de então, um amplo conjunto de instituições financeiras presentes no segmento imobiliário, bancário e de seguros adentrou um processo de fragilização. À medida que os desequilíbrios entre fluxos de receitas e débitos avolumaram-se, espalhando insolvência para além dos contratos *subprime*, vieram à luz os mecanismos que permitiram este contágio. As perdas experimentadas por bancos, fundos e seguradoras agigantaram-se com a mesma velocidade com que o crédito se tornou escasso.

Os mecanismos que nos conduziram a esta crise e a sua acelerada propagação, colocam em evidência uma característica fundamental da economia capitalista, conforme conceituado por Keynes, “sua instabilidade endógena”. O que se configura como “uma maldição” para a teoria econômica convencional, assentada nas hipóteses de mercados financeiros eficientes e de agentes econômicos pautados por expectativas racionais, é sem dúvidas o grande divisor de águas, tanto na teoria e quanto na prática, das políticas econômicas.

Portanto o presente trabalho, dentro deste contexto da discussão sobre a crise imobiliária ocorrida nos Estados Unidos, pretende centralizar o debate em analisar suas origens e as conseqüências que a mesma trouxe para todo o sistema financeiro internacional.

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo deste estudo é analisar as origens que levaram o mercado hipotecário norte-americano à crise que se deflagrou em meados de 2007, e seus principais impactos sobre o sistema financeiro internacional.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Caracterizar o mercado imobiliário norte-americano;
- Analisar os dados referentes ao mercado hipotecário, de securitização e crédito dos Estados Unidos nos últimos anos;
- Descrever os principais mecanismos utilizados para conter os impactos trazidos pela crise ao sistema financeiro;
- Identificar os principais problemas que esta crise acarretou ao sistema financeiro internacional;
- Identificar e analisar a criação de normas e políticas para melhor controle do sistema financeiro internacional.

1.2.3 Justificativa

A principal razão para a escolha do tema abordado neste projeto de pesquisa é a atualidade do tema escolhido para estudo, que contribuirá para compilação de dados oficiais e artigos recentes sobre a crise pela qual o sistema financeiro internacional e principalmente norte-americano vem passando. Além do aprofundamento teórico no que diz respeito aos estudos relacionados às crises financeiras do sistema capitalista.

1.3 Metodologia

Para alcançar os objetivos expostos o estudo será estruturado tendo como base a análise de documentos oficiais publicados por instituições financeiras, agências governamentais e privadas, que representam autoridade máxima acerca dos assuntos relevantes para pesquisa. Assim como revisões bibliográficas em torno de autores que estudaram esta questão, que tem por objetivo dar base à avaliação dos dados obtidos.

A análise que será realizada e discutida durante as próximas páginas, aborda as origens e impactos da crise ocorrida no sistema imobiliário norte-americano. Comumente, este tipo de pesquisa assume a forma, de acordo com Gil (2002), de uma pesquisa bibliográfica ou um estudo de caso.

Sendo assim, o procedimento técnico que será adotado durante todo o estudo é a pesquisa bibliográfica. Sua principal vantagem reside no fato de permitir ao investigador a cobertura de uma gama de fenômenos muito mais ampla do que aquela que poderia pesquisar diretamente, isto porque ela tem por objetivo conhecer as diferentes contribuições científicas disponíveis sobre determinado tema, conforme Gil (2002).

2 O CIRCUITO FUNDING, A PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ E OS CICLOS ECONÔMICOS

Para explicar as conseqüências que a crise imobiliária norte-americana trouxe ao sistema financeiro internacional, bem como elucidar as origens e motivos pelos quais esta crise tomou proporções tão desastrosas. O presente trabalho se utilizará principalmente das teses de autores que desenvolveram teorias acerca das crises financeiras do sistema capitalista, a exemplo de Hyman Philip Minsky, além das teorias desenvolvidas sobre a regulamentação dos sistemas financeiros, como é o caso de John Maynard Keynes.

Para o economista britânico John Maynard Keynes (1883-1946), a Lei de Say¹ não era uma verdade totalmente válida na economia. Ele não acreditava que a produção de mercadorias geraria, sempre e obrigatoriamente, demanda suficiente para outras mercadorias. Poderiam ocorrer crises de super-produção, como efetivamente ocorreu na década de 1930. Segundo Keynes o livre mercado pode, durante períodos recessivos, não gerar demanda suficiente para garantir o pleno emprego dos fatores de produção devido ao "entesouramento" das poupanças. Nesta ocasião seria aconselhável que o Estado criasse déficits fiscais para aumentar a demanda efetiva e assim instituir uma situação de pleno emprego.

A teoria dos ciclos comerciais, interessa-se primordialmente pelos problemas da renda e emprego flutuantes; problemas estes que já há muito tempo preocupavam os economistas. Os estudos primitivos sobre ciclos comerciais raramente empregavam em seu contexto muita evidência empírica. Keynes então fez a ênfase deste estudo recair inteiramente sobre os níveis de renda, que segundo ele afetavam os níveis de emprego, o que constituiu-se, naturalmente, numa ênfase diferente da encontrada em estudos anteriores. É provavelmente verídico que toda a teoria econômica keynesiana tenha sido destinada a encontrar as causas e curas para os períodos de desemprego, já que Keynes não encontrou solução alguma para o problema em quaisquer trabalhos sobre economia política até então existentes, sendo os seus esforços, portanto, altamente exploratórios neste sentido. Keynes percebe o investimento produtivo como um fenômeno monetário, ao invés de autores clássicos que desvinculavam poupança de

¹ Silva (1996) destaca que conforme os princípios da "Lei de Say", não poderia ocorrer "escassez de poder de compra" no sistema econômico, primeiramente porque o processo de produção capitalista é também o de geração de renda (salário, lucros, aluguéis etc.) e, portanto, de criação da fonte de financiamento da demanda; e, segundo, porque dada a existência dos mecanismos automáticos dos mercados livres, os movimentos corretivos e espontâneos de salários, preços e juros garantiriam que os níveis de demanda não ficassem permanentemente aquém dos níveis de produção de pleno emprego.

investimento. A conotação monetária do investimento para ele, envolve também em reconhecer que as próprias definições do investimento produtivo e de preferência pela liquidez encontram-se interligados pela mútua dependência de expectativas referentes à incerteza frente a acontecimentos futuros.

Na apresentação da edição brasileira da Teoria Geral², em relação ao papel influente que deveria ter o Estado, segundo Keynes, sobre temas relacionados a política econômica, Contador (1992, p.14) destaca,

A intervenção do Estado na economia era encarada por Keynes como uma necessidade vital para sustentar o próprio sistema liberal político e econômico. Na sua proposta de programa político, o governo teria de assumir e reforçar funções bem específicas. Isto é bem claro na defesa da intervenção do Estado “... por ser o único meio exequível de evitar a destruição total das instituições atuais e como condição de um bem sucedido exercício da iniciativa individual”.

Ainda destacando a preocupação de Keynes com questões relativas à regulação da economia via intervenções estatais, Carvalho (2008, p. 26) ressalta,

As prioridades de Keynes mudaram ao longo dos anos, da estabilidade de preços doméstica para a defesa do pleno emprego. No entanto, uma constante em toda sua vida profissional foi a preocupação com a preservação da possibilidade de intervenção do Estado para a regulação da economia. Nesse sentido, Keynes foi certamente um pioneiro na busca do que hoje muitos chamam de inserção soberana na economia nacional.

O economista norte-americano Hyman Philip Minsky (1919-1996) deu importantes contribuições para o entendimento das crises financeiras. Desde sua visão particular do capitalismo, defendia que a forma correta de entender o comportamento de economias com sistemas financeiros desenvolvidos seria conhecer a sua estrutura financeira e ver como esta estrutura se inter-relaciona com o restante da economia, o paradigma de Wall Street.

Minsky enuncia o ciclo econômico partindo de um cenário positivo de expansão dos investimentos e forte crescimento da economia que conta com um padrão de financiamento robusto. Este bom cenário valida à estrutura financeira existente, premia posturas mais alavancadas – maior proporção de obrigações em relação às receitas esperadas –, e gera uma euforia que induz um super dimensionamento dos fluxos financeiros esperados. As restrições e margens de segurança são relaxadas, e a estrutura de débitos muda em favor de uma estrutura mais alavancada. A tendência é que esse crescimento torne-se um *boom* validando a postura especulativa. Esta postura, portanto, é vulnerável à alta de juros por conta da necessidade de refinanciamento contínuo, do descasamento entre a realização do ativo e os

² KEYNES, J.M. *The General Theory of Money, Interest and Employment*. London: MacMillan, 1936.

fluxos de compromissos, e da possibilidade de alterações de exigências por parte dos financiadores. A economia dominada pela incerteza está sujeita a mudanças nas expectativas que reverteriam o ciclo econômico. Com isto, o mercado financeiro passa a exigir garantias cada vez maiores e se a estrutura de débito não for validada, há o risco de um colapso devido ao alto grau de interdependência das relações financeiras.

A Hipótese da Instabilidade Financeira formulada por Minsky atesta que a economia capitalista cria endogenamente uma estrutura financeira sujeita a crises a partir do funcionamento normal dos mercados. Este padrão de crescimento do capitalismo seria instável por ser acompanhado de maior fragilidade do sistema. Flutuações econômicas, amplificadas pela ação do sistema financeiro seriam manifestações de mudanças nas condições de financiamento. Assim, a regulamentação dos mercados seria a forma mais indicada de intervenção, porém, exige cuidados por trazer maior rigidez e limitar a atuação das forças de crescimento do capitalismo.

Nas seções a seguir, explicaremos o circuito keynesiano do financiamento – investimento – poupança – *funding*, capaz de financiar novos investimentos. Na sequência o trabalho apresenta uma seção em que explicará os diferentes conceitos keynesianos de *finance* e *funding*. Depois, chamamos a atenção para a teoria keynesiana da preferência pela liquidez dos bancos, deixando claros os fatores que influenciam os agentes econômicos quando estes têm que decidir entre aplicar seus recursos em ativos de curto ou longo prazo. O capítulo mostra ainda uma seção onde se abre a discussão sobre os ciclos de preços dos ativos e os ciclos econômicos. Dando continuidade ao estudo, serão analisadas algumas considerações sobre a securitização financeira. Por último, serão ressaltados alguns aspectos da integração financeira dos mercados.

2.1 O Circuito Financiamento-Investimento-Poupança-Funding

Quando a Teoria Geral de Keynes analisa a correlação existente entre o financiamento, o investimento e a poupança, parte do ponto que o investimento agregado, enquanto gasto autônomo é o que precede a criação da renda e da poupança agregada. Segundo Keynes, a evolução do sistema monetário transforma os bancos, de simples cofres privados, em principais supridores dos meios de pagamento, capazes de criar crédito independente de

depósitos prévios, a expansão desta oferta de financiamento está diretamente ligada à disposição dos banqueiros em assumir maiores ou menores riscos. Assim, conforme Studart (1999, p. 157), “margens de segurança, na forma de reservas em espécie, são mantidas de acordo com o grau de concentração do sistema bancário, com o nível de utilização de notas bancárias como meio de pagamento e com a aversão ao risco por parte dos banqueiros”.

Keynes então nos mostra que o investimento privado e os demais gastos autônomos representam a causa da determinação da demanda efetiva e da renda, dessa forma, destaca Studart (1999, p. 158), “do ponto de vista macroeconômico, o nível de financiamento do investimento independe de poupanças prévias: a capacidade do sistema bancário de gerar crédito proporciona aos empresários como um todo, flexibilidade na alavancagem financeira”. A inovação keynesiana está no fato de que quando os banqueiros aumentam a oferta de financiamento, o investimento adicional gera um aumento de poupança na mesma magnitude, pelo efeito multiplicador, em função do aumento da renda.

A partir dos pressupostos anteriores Keynes desenvolve a teoria da preferência pela liquidez que, conforme Studart (1999, p. 158), “da ênfase ao caráter volátil da demanda por moeda gerada pela inter-relação entre mercado monetário e mercados organizados de demais ativos financeiros”. Assim segundo Keynes, determinada a oferta de moeda, a preferência pela liquidez é o principal determinante da taxa de juros. Studart (1999, p. 158), destaca a passagem em que Keynes explica esta preferência pela liquidez, da seguinte maneira:

Dentre os determinantes dessa preferência, a de maior volatilidade potencial é a demanda especulativa, que espelha as expectativas inerentemente instáveis dos agentes nos mercados organizados de ativos. A estabilidade da demanda por moeda depende, portanto, de um frágil equilíbrio entre as opiniões divergentes que, uma vez rompido, afetaria o desejo dos agentes por ativos mais ou menos líquidos e a remuneração pela liquidez (Keynes, 1936, p. 172).

Sendo assim, a volatilidade dos ativos negociados nos mercados deve-se à própria forma de funcionamento e ao caráter especulativo dos mercados de ativos financeiros, devido à existência de expectativas individuais divergentes e potencialmente voláteis. Conforme ressalta Studart (1999, p. 159), “a estabilidade dos preços exige, portanto, um equilíbrio inerentemente instável de sentimentos altistas e baixistas”.

Desta forma, segundo Keynes, a taxa de juros longe de representar uma interação entre demanda e oferta de capital, é vista como um fenômeno monetário. Assim destaca Studart (1999, p. 159), “isso significa, por exemplo, que taxas de juros altas não estimulam *per se* a poupança, e muito menos os fundos disponíveis para investimento. Mas podem pelo contrário,

desestimular o investimento, além de afetar os custos financeiros dos projetos de investimento em curso”.

Em relação à questão do papel do sistema financeiro em Keynes, este torna-se mais complexo e mais importante do que o modelo apresentado na teoria tradicional, devido à separação entre as decisões de investir e poupar dos agentes envolvidos no processo, a questão se insere na perspectiva keynesiana através da discussão do *funding* do investimento, conforme destaca Studart (1999, p. 160),

O investimento é um compromisso de longo prazo para o empresário, um produto não disponível para o consumo da comunidade e um ativo líquido para a instituição financiadora, quando financiado externamente. Em um mundo incerto na ausência de consolidação financeira, ou os bancos seriam obrigados a reduzir a margem de segurança (ativos líquidos/ativos ilíquidos), ou os investidores seriam obrigados a rolar o passivo de longo prazo até a maturação e o retorno dos investimentos. Em ambos os casos – e dadas às características do passivo dos bancos. –, a possibilidade de mudanças futuras das taxas de juros e/ou condições de crédito traria um risco excessivo para ambos os agentes.

Assim, de acordo com Keynes o financiamento dos investimentos está atrelado de maneira geral à perspectiva de consolidação financeira dos passivos de curto prazo das empresas inversoras (*funding*). Segundo Studart (1999, p. 160), “o financiamento do investimento gera os recursos necessários para a consolidação financeira na medida em que, *pari passu* com o processo de criação de renda, também é gerado um volume de poupança desejada exatamente equivalente ao investimento”.

Logo, em um sistema onde as decisões dos agentes fossem perfeitamente coordenadas, o circuito financiamento-poupança-*funding* se completaria junto ao processo de multiplicação da renda. Porém, dentro de um sistema onde o futuro é incerto, mesmo após o desenvolvimento completo do multiplicador, o *funding* estaria diretamente condicionado pela propensão dos agentes em adquirir títulos de longo prazo ou ações ao longo do processo de multiplicação da renda. Conforme destacado por Studart (1999, p. 161),

Na teoria da preferência pela liquidez, Keynes mostra que os mercados organizados são fonte de potencial volatilidade dos preços dos ativos e, portanto, da taxa de juros. A introdução do *funding*, em sua análise, revela o lado positivo do papel dos mercados organizados de títulos de dívida e propriedade. Esse lado positivo se reforça se considerarmos um desdobramento da hipótese de fragilidade financeira de Minsky (1982), qual seja, quando aplicada de forma específica ao financiamento do investimento.

Aqui, a contribuição pós-keynesiana de Minsky é fundamental, pois demonstra que a fragilidade financeira é uma característica intrínseca a economias em que, devido à existência

de mecanismos de crédito desenvolvidos, é possível financiar posições de longo prazo através da administração de fundos rotativos compostos por passivos de curto prazo.

Minsky ao desenvolver a Teoria da Fragilidade Financeira destaca a atividade financeira como essencialmente pró-cíclica, ele atribui assim as expectativas dos compradores, seja um investidor ou uma instituição financeira, a razão para aquisição ou não de um ativo financeiro. Studart (2005, p.337) ressalta esta afirmação de Minsky e explica o surgimento da fragilidade financeira dentro do seguinte contexto:

Momentos de crescimento são resultados de expectativas positivas por parte dos demandantes finais de recursos (empresas e famílias), que tendem a afetar também positivamente as expectativas das instituições financeiras. Isso permite o crescimento da alavancagem das instituições financeiras e do endividamento das empresas e famílias – mas também uma expansão da *fragilidade financeira*.

Assim, um fator relevante considerado por Minsky neste processo diz respeito ao estágio evolutivo em que se encontra o sistema financeiro dos países para que possam fazer frente ao surgimento desta fragilidade financeira. Minsky comenta que no caso de economias com mecanismos de *funding* adequados, o aumento da liquidez tende a inflar os preços de ativos financeiros em mercados intermediários, oportunizando assim emissões de longo prazo por parte dos investidores. Portanto, esclarece Studart (2005, p.337),

a poupança gerada ao longo do processo multiplicador de renda termina por ser transformada em fontes de financiamento de longo prazo. Portanto, ainda que a fragilidade financeira seja uma característica de qualquer economia monetária moderna, naquelas com sistemas financeiros mais completos, o risco de instabilidade financeira é mitigado pela existência de mecanismos de *funding*.

2.2 Sobre o Finance e o Funding

O processo de criação de moeda em uma economia monetária moderna envolve três classes de agentes, sendo eles, o banco central, os bancos comerciais e os agentes privados não-bancários. Assim conforme Canuto (2004, p.152 apud Chick³, 1986),

a partir de estágios mínimos de desenvolvimento do sistema bancário – quando se tem reddepósitos no próprio sistema de créditos criados pelos bancos, bem como câmaras de compensação e um mercado atacadista interbancário, além de principalmente um banco central cumprindo funções de prestador de última instância – a mediação pelas decisões estratégicas

³ CHICK, V. “The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest”. *Économies et Sociétés*, Série MP, n.3, 1986 (s.n.t.).

dos bancos comerciais na criação de moeda torna-se necessariamente um elemento ativo no processo.

Sendo assim, os bancos privados são os responsáveis por criar a maior parte daquilo que constitui moeda dentro da economia e suas motivações, portanto devem ser compreendidas como a de qualquer outro agente. Conforme já citado, a preferência pela liquidez dos bancos é que orienta suas decisões de portfólio de acordo com suas necessidades de rentabilidade e liquidez. Portanto, explicita Canuto (2004, p.152),

A criação de moeda pelos bancos comerciais, atendendo a demanda dos clientes não-bancários e buscando adequação de suas reservas (inclusive através da política de redesconto do Banco Central), responde a sua avaliação das condições econômicas mais gerais e das operações de crédito específicas a que corresponde tal criação monetária, visto que essas comprometem suas estruturas patrimoniais.

Para Keynes, nos mercados de bens e serviços a renda é determinada pelo multiplicador keynesiano, implicando assim, na afirmação que os investimentos geram a poupança necessária a seu financiamento. Porém, segundo Keynes, para que ocorra este processo, ao decidir investir o empresário precisa obter financiamentos de curto prazo e deve poder mais adiante consolidar estes passivos de curto prazo em uma nova emissão de longo prazo que o satisfaça.

É preciso então, que os detentores de riqueza renunciem a liquidez de ativos mais líquidos, para incorporarem a seus portfólios os ativos correspondentes aos investimentos, assim como bem ressalta Canuto (2004, p. 154),

Isto será tão mais decisivo quanto se esteja em uma economia em crescimento, na medida em que tratar-se-á de investimentos em expansão e, nesse caso, provavelmente firmas sem poder recorrer exclusivamente a lucros retidos. Keynes denominou *funding* (consolidação) à emissão e aceitação de ativos compatíveis com os prazos de maturação dos investimentos.

No contexto de uma economia monetária, os gastos com bens e serviços associados ao investimento necessitam ser financiados por alguém no intervalo temporal do multiplicador, enquanto geram poupança necessária, assim conforme Canuto (2004, p. 154), “não é a renda real que restringe as compras, mas a liquidez, sendo esta obtível também através da emissão de dívida e não apenas da venda de bens e serviços”.

Keynes então denomina *finance*, o crédito bancário de curto prazo que pode cumprir a função de financiamento temporário necessária para viabilizar os gastos anteriormente planejados.

Podemos com isto observar, que a preferência pela liquidez dos agentes individuais influencia diretamente os dois aspectos financeiros do investimento, o *finance* e o *funding*. No caso do *finance*, os bancos ao aceitarem receber um ativo lastreado em outros ativos ilíquidos, entregam como contrapartida seu passivo monetário criado por depósitos à vista, para que isto se realize exigem como garantia, ativos colaterais que diminuem, porém não eliminam por completo os riscos contidos na operação.

Este declínio temporário de liquidez dos intermediários financeiros tende a ser revertido através do *funding*, assim destaca Canuto (2004, p.155 apud Chick⁴, 1993),

Evidentemente, a firma tomadora também assume um risco especulativo, pois ela e o banco estão apostando nos preços dos ativos não-monetários detidos em suas carteiras, ou seja, na viabilidade da consolidação do *finance* em *funding* ou, no mínimo, na rolagem do débito até a maturação do investimento. No tocante ao *funding*, por seu turno, quer se dê mediante empréstimos ou nos mercados de títulos negociáveis (*securities*) e quer seja realizado no início de um projeto ou durante sua execução, resulta em uma “manutenção permanente de bens de capital” em carteiras de ativos.

Maiores níveis de poupança podem dar ao *finance* e ao *funding* uma resposta favorável a expansão dos investimentos, pois quanto mais saldo monetário gerado na formação de renda e não utilizados na aquisição de bens de consumo, implicam em maior disponibilidade de liquidez para outros fins. Porém, cabe ressaltar que *finance* e *funding* são processos monetários, podendo variar independentemente de mudanças na propensão a poupar.

Os dois momentos lógicos de *finance* e *funding* se superpõem nas estruturas patrimoniais, assim conforme ressalta Canuto (2004, p. 158),

Em cada momento no tempo, essas estruturas apresentam ativos e passivos anteriores e incorporam novos, com a combinação de *finance* e *funding* se manifestando na estrutura temporal de compromissos de pagamentos e de fluxos de receita monetária esperados.

Assim para Minsky, quanto maior for à carga de obrigações de pagamentos anteriores a maturação dos investimentos de uma dada estrutura patrimonial, maior será a fragilidade financeira da mesma. O *funding* tem como papel aliviar esta fragilidade financeira transformando ativos de curto prazo em fontes de consolidação de longo prazo. Assim ressalta Canuto (2004, p. 158),

A fragilidade financeira implica não haver uma rentabilidade e um valor presente dos fluxos líquidos de caixa esperados, associados ao patrimônio, que sejam definíveis em termos reais.

⁴ CHICK, V. “Sources of finance, recent changes in bank behavior and the theory of Investment and interest”. In: ARESTIS, P. (Org.). *Money and banking – Issues for the twenty-first century*. New York: St. Martin’s Press. 1993, p. 55-74.

Em um mundo de expectativas racionais e de equilíbrio geral permanente, uma viabilidade *ex-ante* em termos reais da estrutura patrimonial traduz-se em agentes continuamente dispostos a sustentá-la. Já em um mundo onde a incerteza e a preferência pela liquidez afetam as decisões de alocação de portfólio, a viabilidade das estruturas de ativos não é independente dos termos de acesso à liquidez corrente.

Devemos então destacar aqui os três tipos de tipos básicos de posição patrimonial, identificados por Minsky, quanto à fragilidade financeira, conforme Canuto (2004): i) posição *hedge* ou coberta, quando o *funding* predomina, sendo assim os fluxos de caixa são suficientes para atender aos compromissos de pagamento contraídos em períodos anteriores; ii) posição especulativa, quando o agente espera satisfazer suas obrigações de pagamento através da rolagem parcial de suas dívidas, sendo assim, ou seja, o agente especula com os diferenciais de preços entre seus ativos e passivos; iii) posição *Ponzi*, uma exacerbação da posição especulativa, que ocorre quando a inadimplência só pode ser contornada mediante endividamento explosivo, mesmo que temporário.

Portanto, como bem ressalta Canuto (2004, p.159),

O grau de fragilidade financeira de uma economia como um todo será dado pela média ponderada e pela dispersão das posições de suas estruturas patrimoniais. A composição entre grupos de posições e o grau de fragilidade financeira de seu conjunto podem mudar, ao longo do tempo, tanto pela disposição dos agentes de declinar voluntariamente do *hedge*, quanto pela elevação de taxas de juros ou por outro fator que deprima os preços de seus ativos. Esses dois movimentos de fragilização financeira, um voluntário e outro não, estão na base dos ciclos conjuntos de preços de ativos e da atividade econômica localizados por Minsky.

2.3 Sobre a Preferência pela Liquidez dos Bancos

A teoria da preferência pela liquidez, apresentada por Keynes no capítulo 15 de sua Teoria Geral, nos explica as razões pelas quais os agentes econômicos apresentam tal preferência, estas razões são descritas da seguinte maneira por Carvalho (2007, p. 05),

é preciso moeda porque se tem planos de gastos a financiar ou porque se está especulando sobre a trajetória futura da taxa de juros, ou, finalmente, porque se sente incerteza a respeito do que o futuro nos reserva, de modo que é aconselhável reter alguma fração do que se tem sob a forma de poder de compra puro.

A preferência pela liquidez seria então refletida nos termos de troca entre retornos monetários, embutidos na taxa de juros de cada classe de ativos, e o prêmio de liquidez da moeda. Conforme destaca Carvalho (2007, p. 06) “a moeda tem o máximo prêmio de liquidez porque pode-se dispor dela rapidamente e ainda assim ser isento de perdas de capital”.

Quando surgem incertezas, um alto grau de liquidez dos ativos que compõe determinado portfólio pode ser especialmente valioso, de modo que os detentores de riqueza possam estar dispostos a pagar um alto prêmio para se manterem líquidos, assim conforme ressalta Carvalho (2007, p. 06),

uma alta na incerteza percebida, que aumenta o valor *ex-ante* de se estar líquido, implicaria para *dados estoques de cada classe de ativos*, que a preferência pela liquidez causaria deslocamentos nas curvas de demanda para os diferentes tipos de ativos, fazendo com que os preços de ativos demandados principalmente pelo seu prêmio de liquidez subissem em comparação com ativos pagantes, mas menos líquidos. Para ativos reprodutíveis, esses deslocamentos da demanda acarretariam variações nos estoques disponíveis, favorecendo aqueles cuja demanda fosse mais intensa.

Assim, a distribuição de riqueza entre indivíduos distintos e que possuem gostos distintos determina o padrão geral das taxas de juros, cada ativo tem uma fronteira com todos os outros inclusive com a moeda. Dentro do contexto apresentado por Keynes no capítulo 17 da Teoria Geral, a taxa de juros é vista como o excedente percentual de uma soma de dinheiro contratada para entrega futura, desta maneira explicita Carvalho (2007, p. 07),

a moeda é especial por causa de sua taxa própria de juros se supõe cair mais lentamente que as taxas próprias de juros de outros ativos quando sua disponibilidade aumenta, por razões que não concernem diretamente aqui. O que nos concerne, por outro lado, é a proposição de que ativos são diferenciados de acordo com as *combinações* de retorno monetário e prêmios de liquidez que oferecem, não porque uns são inteiramente líquidos e outros inteiramente ilíquidos. Liquidez é uma questão de grau.

Os economistas pós-keynesianos levaram a análise de Keynes adiante abordando a teoria da preferência pela liquidez como uma teoria de escolha por ativos; assim como Minsky, ao generalizar a abordagem focalizando as decisões de portfólio como um todo. De acordo com Carvalho (2007, p. 08),

Minsky especializou seu conceito de liquidez em termos da habilidade de pagar débitos. Em particular, Minsky preocupou-se com as diferenças no perfil temporal de entradas e saídas de dinheiro resultantes de uma dada lista de ativos e passivos no balanço, que poderiam criar a necessidade de se pedir empréstimos a fim de honrar compromissos contratuais. Liquidez, assim, se torna a habilidade de honrar compromissos de saída de caixa contratualmente fixados.

Os bancos, conforme observado por Keynes, exceto em circunstâncias excepcionais, raramente, ou nunca, mantém reservas ociosas acima do nível das reservas legais que lhe são impostas pelos reguladores. Segundo Keynes, o que os banqueiros decidem não é quanto irão emprestar mais sim de que forma irão emprestar, assim esclarece Carvalho (2007, p. 12),

não se deveria partir de uma dicotomia entre ativos líquidos *versus* ilíquidos, mas de *graus de liquidez*, associados aos diversos ativos ao alcance dos bancos. A questão não é como compensar a acumulação de ativos pagantes mas ilíquidos pela retenção de ativos

completamente líquidos que não ofereçam qualquer remuneração a seu detentor. Estas não são as escolhas consideradas pelos bancos (na verdade, por ninguém), pelo menos sob condições normais.

É importante notarmos que o grau de preferência pela liquidez dos banqueiros varia de acordo com o grau de incerteza que os mesmos possuem sobre o futuro da economia. Um aumento nas incertezas tem por conseqüência elevar a preferência por ativos mais líquidos ainda que menos lucrativos, diminuindo assim a oferta de crédito disponível. Como bem ressalta Carvalho (2007, p. 15),

para um dado estado de expectativas, que inclui os retornos prospectivos de cada classe de ativos, o grau de confiança nesses cálculos e uma avaliação do poder de disposição de cada tipo de ativo, e suas preferências pela liquidez, por um lado, e a natureza de suas obrigações, por outro, os bancos não escolherão (“salvo sob circunstâncias excepcionais”) entre reservas ociosas e empréstimos, mas distribuirão seus investimentos entre vários tipos de ativos e determinarão seus preços. *Para um dado estado de expectativas, as preferências pela liquidez dos bancos determinarão o perfil desejado de ativos que compram e seus preços, isto é, a taxa de retorno que cada tipo de ativo deve oferecer para compensar pelo seu grau de iliquidez.*

Sendo assim, seguindo a abordagem utilizada podemos observar aqui, como ela nos oferece uma das explicações possíveis acerca dos pontos de virada nos ciclos econômicos, que transformam um período de expansão em contração da economia, conforme destaca Carvalho (2007, p.19),

Uma economia no auge requer uma crescente concentração das aplicações de um banco em ‘adiantamentos a clientes’[...]. Isto se torna mais fácil pelo fato de que até os últimos momentos do auge a segurança não é um atributo em forte demanda, nem por tomadores nem por bancos, dado que numa economia em rápido crescimento praticamente qualquer coisa pode ser potencialmente bem sucedida. Por outro lado, sua liquidez menor, quando comparada com outras aplicações mais líquidas, tais como letras, empréstimos de curtíssimo prazo etc., é compensada por maior lucratividade. Como Keynes e Minsky mostraram, isso implica uma exposição crescente dos bancos a risco de iliquidez. Mesmo se a autoridade monetária não toma nenhuma medida para forçar os bancos a reduzirem sua exposição, um limite será alcançado quando ativos mais líquidos se tornarem tão raros nos balanços dos bancos que estes tentarão recuperar o equilíbrio entre retornos e liquidez. Um ponto de virada na economia resultará da redução ou desaceleração na taxa de crescimento do crédito resultante da redistribuição de ativos no balanço dos bancos. Uma crise financeira se seguirá se os bancos tentarem recuar para posições mais líquidas.

2.4 Sobre os Ciclos de Preços dos Ativos e os Ciclos Econômicos

Movimentos macroeconômicos de expansão da renda supõem gastos crescentes dos agentes individuais, o que acaba por conduzir a preços de demanda de ativos de capital mais altos em comparação a oferta dos mesmos. As perspectivas de lucro em ascensão fazem

mover-se para cima tanto os preços relativos de demanda dos ativos financeiros não-monetários, quanto os preços dos ativos de capital.

Num contexto de otimismo, o *finance* e o *funding* tendem a mover-se de modo complementar e a incorporação por parte dos agentes individuais, destes ativos em suas carteiras tende a ir além dos limites do *funding*, fazendo com que assumam posições patrimoniais especulativas. Assim destaca Canuto (2004, p. 160),

Afinal, ganhos de capital são antecipados com relativa confiança e a especulação com ativos financeiros e de capital, envolvida no *finance* e no *funding*, torna-se convidativa. Regras de precaução no financiamento são relaxadas, particularmente à medida que se prolonga a prosperidade.

Quaisquer tentativas de contenção destes avanços por parte dos governos seriam neste estágio altamente contestadas pelos agentes privados, com isto o Banco Central tende a afrouxar seus limites de segurança, fazendo crescer a atuação de intermediários financeiros não-bancários o que leva a um aumento da parcela de posições patrimoniais especulativas. Assim conforme ressalta Canuto (2004, p. 161 apud Dow⁵: 1986/1987),

A desaceleração macroeconômica, por seu turno, tende a se associar a círculos viciosos na direção inversa. Os mercados financeiros, portanto, acentuam os efeitos das flutuações dos preços de demanda de ativos financeiros e de capital em relação aos de oferta e, portanto, amplificam os ciclos da renda nominal.

Sendo assim, a virada de um ciclo de expansão para a recessão econômica é então iniciada a partir de uma desaceleração dos investimentos. Abrem-se assim então dois possíveis conjuntos de determinantes desta desaceleração, destacados por Keynes no capítulo 11 da Teoria Geral, conforme ressalta Canuto (2004 p. 161),

De um lado, custos marginais crescentes em seu setor produtor, provocando aumento em seu preço de oferta. De outro, uma queda na renda prospectiva acompanhando a abundância relativa dos ativos de capital. O segundo fator cresceria em importância quanto maior fosse o horizonte temporal em consideração.

Minsky procura então destacar a ocorrência de uma elevação nos prêmios de liquidez e nas taxas de juros que equilibram os portfólios, mudança esta provocada pelo aumento dos níveis de fragilização financeira da economia. Na medida em que a atividade nos mercados especulativos cresce seus ganhos tendem a manter-se elevados em comparação aos ganhos

⁵ DOW, S. “Post Keynesian monetary theory for an open economy”. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 9, n. 2, p. 237-257, Winter 1986-1987 [s.n.t.].

com ativos dos mercados produtivos. Portanto destaca Canuto (2004, p. 162 apud Minsky⁶, 1991),

Quaisquer que sejam os determinantes da desaceleração de investimentos, o conseqüente impacto sobre a renda e os fluxos de caixa se abate sobre uma estrutura financeiramente vulnerável a choques e cuja fragilidade financeira se acentua, agora involuntariamente. Uma crise financeira materializa-se quando se instala uma necessidade generalizada de realizar posições mediante venda de ativos, inclusive levando a uma deflação dos preços de ativos financeiros usados como reservas de liquidez. Estabelece-se uma crise econômica se “efeitos em cascata” são gerados entre a crise financeira e quedas adicionais em investimentos e demanda agregada por bens e serviços.

Podemos destacar então dois aspectos do ciclo de Minsky: Primeiramente, ao contrário das fases de expansão e de crise marcadas por determinantes de ordem financeira, na fase de prosperidade do ciclo é necessário que haja uma ampla gama de oportunidades de investimento produtivo, inclusive oportunidades dadas por trajetórias tecnológicas. Em segundo lugar, a retirada de moeda e crédito da economia pela circulação especulativa de ativos tende a afetar a renda média da economia, agravando os problemas da crise.

2.5 Sobre a Securitização Financeira

Ao observar o ciclo de expansão norte-americana no pós-guerra e sua reversão a partir dos anos 1970, Minsky indaga-se sobre o porquê de neste período não haver ocorrido depressão similar a de 1930. Como bem ressalta Canuto (2004, p. 164),

[Minsky] Observa que, embora a política monetária anticíclica continuasse incapaz de por si só reverter o sinal da trajetória de investimentos, a atuação do Banco Central como emprestador em última instância facilitou o refinanciamento de unidades e minimizou as necessidades de liquidar posições via venda de ativos.

Porém, tanto a política fiscal quanto a política monetária cumpriram durante este período pós-guerra um papel central na sustentação do longo ciclo de prosperidade além de impedir a eclosão de uma depressão ao final, como ocorrera anteriormente. Assim, destaca Canuto (2004, p. 164),

Contudo, seu próprio êxito em termos de sustentar níveis elevados e crescentes de fragilização financeira dissipou sua capacidade de manter um desempenho macroeconômico como o dos “anos dourados” do pós-guerra. Não ocorreu uma depressão, mas a economia norte-americana

⁶ MINSKY, H. P. “**The financial instability hypothesis: a clarification**”. In: FELDSTEIN, M. (Org.). *The risk of economic crisis*. Chicago: University of Chicago Press, 1991, p. 158-166.

passou a conviver com instabilidade inflacionária e de crescimento nos anos 1970, permanecendo sua gestão macroeconômica armadilhada em um *stop and go*: diante de qualquer choque inflacionário e conseqüente reação antiinflacionária de política, rápidas e profundas recessões se seguiam e, após qualquer resposta a elas a aceleração inflacionária se colocava.

De modo a incorporar as transformações financeiras ocorridas a partir do fim da prosperidade do pós-guerra, há um ponto no ciclo de Minsky que deve ser agora melhor detalhado. A fragilidade financeira foi associada à crescente disposição dos agentes financeiros de sustentar proporções cada vez maiores de ativos não-monetários em seus portfólios, não havendo, porém distinção entre os títulos de intermediação bancária e as *securities* (títulos negociáveis em mercados secundários, incluindo ações, debêntures e etc.). Assim conforme ressalta Canuto (2004, p. 165),

O sistema bancário – incluindo seu sistema de compensação e o Banco Central – cumpre as funções monetárias em qualquer circunstância. O *funding*, porém, tanto pode ser feito através de captações e aplicações a prazo por bancos, ou seja, com base no crédito bancário, quanto pode ser feito mediante emissão de títulos diretamente pelos tomadores finais, com base portanto nos mercados de capitais.

A partir principalmente do processo de liberalização financeira dos anos 1980, ocorreu uma tendência generalizada de aumento das *securities*, pois passou-se a permitir tanto a livre criação deste tipo de títulos como também a criação de mercados secundários para sua negociação. Como bem sabemos cada um dos sistemas financeiros nacionais possui suas próprias características, o que limita algumas generalizações que possam ser feitas, isto tende a ocorrer também no que diz respeito à expansão das *securities* na economia global. Porém, cabe arriscar aqui algumas generalidades, assim como destaca Canuto (2004, p. 166),

Do ponto de vista dos detentores de riqueza, o *funding* através de títulos negociáveis implica menores descontos por iliquidez nas aplicações de longo prazo, em relação a, por exemplo, depósitos bancários a prazos não negociáveis. Em sistemas funcionais baseados no crédito, é exatamente aí que repousa seu sucesso, ou seja, na capacidade de coordenar passivos de curto prazo e créditos de longo prazo, fazendo uso inclusive da elasticidade do crédito, de modo a minimizar a restrição posta pela iliquidez de títulos não-negociáveis de longo prazo. O declínio relativo da posição da atividade bancária na intermediação financeira de longo prazo, em favor de *securities*, fez-se acompanhar por uma expansão de títulos de longo prazo com prêmios de liquidez mais altos.

A concorrência na intermediação financeira induziu ofertantes de títulos de curto prazo a aproximar seu retorno oferecido aos mesmos retornos oferecidos pelos de longo prazo. Isto fez com que a curva de rendimentos reduzisse sua inclinação, fazendo assim com que os mercados de títulos longo prazo passassem a funcionar de modo mais próximo ao mercado monetário, o que tornou ambos influenciados por um mesmo conjunto de determinantes. A política monetária tradicional perde então seu poder, diante da possibilidade de substituição

parcial da moeda por outros títulos, assim como o que diz respeito às proporções entre taxas de juros de curto e longo prazos. Desta maneira ressalta Canuto (2004, p. 167),

No caso das *securities*, os ganhos e perdas de capital são diretamente refletidos nos preços dos ativos e não através dos efeitos sobre a estrutura de ativos e passivos dos intermediários, como se dá no caso do sistema baseado no crédito. Portanto, os choques deixam de estar acomodados na média da estrutura patrimonial dos intermediários. A despeito dos fatores comuns que conectam a evolução dos preços dos ativos – como o contágio – a negociabilidade e o caráter mais individualizado dos efeitos dos choques levam a uma maior volatilidade dos preços de ativos em relação a preços e em níveis da produção corrente de bens e serviços, como tornou-se o caso nos anos 1980 (Canuto & Laplane 1985). As bolhas especulativas passaram a constituir-se um fenômeno recorrente.

Este processo abre precedente para maiores oportunidades de atividades especulativas. Como bem ressalta Canuto (2004, p.167), “em decorrência da impossibilidade de *hedge* perfeito para todos os participantes nos mercados, tende inclusive a se elevar a rentabilidade para seus operadores básicos”. Os aspectos apresentados implicaram uma mudança na configuração do ciclo de Minsky, como destaca Canuto (2004, p. 168), “tem-se ciclos mais intensos e curtos de preços de ativos – agora objetivados em seus preços de mercado – e menos associados aos ciclos econômicos”.

2.6 Aspectos da Integração Financeira dos Mercados

Precisamos então observar se as fronteiras nacionais produzem novos aspectos relacionados ao *finance*, ao *funding* e a fragilidade financeira quando abordados em escala internacional num modelo de economias financeiramente integradas. Conforme ressalta Canuto (2004, p. 168),

vale lembrar que a abertura dos chamados modelos keynesianos simples introduz a possibilidade de restrição de demanda a operação das economias no pleno emprego a partir da balança comercial, incluindo sua cumulatividade através da interdependência entre as economias. A abertura financeira abre a possibilidade de relaxamento dessa restrição comercial e de seus efeitos cumulativos via interdependência.

Assim, como novidades específicas introduzidas no modelo de equilíbrio keynesiano de portfólios, destacam-se os diferentes prêmios nacionais de confiança associados às incertezas de cada um dos países, além dos efeitos de caixa individuais. Como bem esclarece Canuto (2004, p. 169),

Suponhamos dois sistemas financeiros nacionais com diferentes funcionalidades. Suponhamos que o primeiro sistema tenha maior capacidade de consolidar temporalmente as estruturas

patrimoniais e comporta, portanto, maior sustentabilidade de investimentos produtivos através da intermediação financeira. Nesse caso, a integração financeira pode permitir ao segundo sistema a obtenção de maior fôlego financeiro, caso a funcionalidade possa ser de fato a ele estendida. Dado que os tamanhos dos portfólios, em seu mundo virtual, podem ser ampliados endogenamente, não necessariamente haveria um “efeito-deslocamento” (*crowding out*) do segundo país sobre o primeiro, por causa daquela utilização, e o resultado líquido seria um aumento na sustentabilidade financeira do conjunto.

Porém algumas observações devem ser feitas em relação às conseqüências da integração financeira, conforme destaca Canuto (2004):

- o risco cambial insere nas estruturas patrimoniais e nas economias outro elemento de fragilização financeira, a possibilidade de crises cambiais provocadas nas contas de capitais. Fator este que é acentuado durante momentos em que o grau de confiança está reduzido;
- a interação finanças-investimentos possibilita fugas de capital e conforme destaca Canuto (2004, p. 169), “cria também a correspondente possibilidade de interação viciosa entre crises financeira e econômica em subconjuntos nacionais do sistema”;
- ainda segundo Canuto (2004, p. 170), “a concorrência entre os países por melhores prêmios de confiança e a vulnerabilidade em relação às saídas bruscas de capital favorecem a adoção de políticas fiscal e monetária recessivas [...], diante de choques nos balanços de pagamentos”;
- a política monetária tem de dar conta da volatilidade de meios de pagamento através de seu balanço de pagamentos, com riscos de fuga de capital se traduzindo em riscos de crise fiscal;
- o risco de crédito eleva-se, dada a maior dificuldade de avaliação de credibilidade dos agentes que emitem ativos;
- a diversificação internacional de portfólios reduz o risco associado a choques individuais, porém, aumenta a possibilidade de que caso ocorram choques, os mesmos se espalhem sobre todos os portfólios;
- segundo destaca Canuto (2004, p. 170), “a variabilidade cambial cria mais uma possível atividade especulativa, com as taxas de câmbio”;
- ainda conforme Canuto (2004, p.170), “a circulação internacional de ativos aumenta os níveis nacionais necessários de reservas em divisas”;

- caso ocorra uma crise de liquidez, países vistos como os mais fracos podem ser os primeiros a ser atingidos, sofrendo uma crise mesmo que não tenham sido os responsáveis por ela;
- caso haja divergência entre os níveis de crescimento de determinados países, esta tendência será exacerbada pela atração de mais compradores de ativos aos países que apresentem os melhores níveis de crescimento.

Assim segundo Canuto (2004, p. 171), os pontos acima ressaltados evidenciam que,

no conjunto da economia internacional, a integração financeira potencializa o papel dessa esfera na atividade econômica, carregando com isso também a instabilidade intrínseca as finanças [...]. A instabilidade via interação das balanças comerciais analisada pelo modelo keynesiano simples aberto tem a seu lado tanto as possibilidades de ajuste quanto a instabilidade providas pelas contas de capitais.

3 A CRISE DO SUBPRIME NUM CONTEXTO DE DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA

3.1 O Processo de Desregulamentação Financeira dos Mercados

Conforme Hermann (2008), cada crise financeira marca o fim de um ciclo de crescimento econômico e endividamento. Esta relação inevitável entre crescimento e endividamento, aliada a possibilidade, de que este resulte em uma crise financeira é a essência da “hipótese da fragilidade financeira”, elaborada por Minsky. A fragilidade inerente ao crescimento nas economias de mercado reside no fato de que estas dependem de um sistema baseado na “confiança dos agentes envolvidos”. De um lado estão às expectativas de renda futura daqueles que assumem as dívidas, de outro, as expectativas de risco-retorno dos agentes que adquirem estes ativos financeiros. Porém estas expectativas estão ancoradas no que Keynes chamou de “otimismo espontâneo”. Assim, o pagamento regular das dívidas criadas depende de uma confirmação destas expectativas que, em economias de mercado, nem sempre se confirmam.

Caso este cenário não se confirme, cresce a inadimplência no crédito e desvalorizam-se os títulos negociados em mercado, afinal, os retornos esperados dependem dos lucros crescentes das empresas emissoras destes títulos. Esta situação é uma condição necessária, porém não suficiente, para converter uma situação de fragilidade em crise financeira. Mas a situação se agrava caso as dificuldades de pagamento se prolonguem e o governo não adote medidas diante dos primeiros sinais de frustração das expectativas (Hermann, 2008).

Este novo cenário obriga então os bancos a ajustarem seus balanços à nova situação, elevando suas exigências de capital, de provisões contra créditos duvidosos, ou mesmo aumentando seus índices mínimos de liquidez. Segundo ressalta Hermann (2008, p.30),

Essas são razões objetivas para a contração do crédito e da demanda por ativos em geral. Ainda assim, um quadro de *crise financeira sistêmica* só se configura se a *crise de crédito* der origem a uma *crise de confiança*. Esta se manifesta pelo rápido aumento da preferência por liquidez, em detrimento dos ativos financeiros. Se tal tendência não for rapidamente contida por uma política macroeconômica que restaure a confiança, desencadeia-se um “comportamento de manada”, pelo qual, mesmo aqueles que ainda não têm razões objetivas para se desfazer de ativos, tornam-se também vendedores apressados, apenas porque os que já sofreram perdas estão agindo assim. Esta prevenção individual, porém, em vez de proteger os portfólios, acaba por levar à deflação de ativos, espalhando a crise.

Quando Minsky formulou sua hipótese da fragilidade financeira nos anos 1970, o mercado financeiro norte-americano era muito mais segmentado do que nos dias atuais. Existia nesta época um modelo de regulação financeira que impunha as instituições participantes do mercado uma separação entre operações de crédito de curto prazo (realizadas por bancos comerciais), operações de crédito de longo prazo (realizadas por bancos de poupança) e operações nos mercados de capitais (realizadas por bancos de investimento) (Hermann, 2008).

Este modelo até então vigente não era imune a crises financeiras, porém permitiu ao mundo assistir a duas longas crises de crédito imobiliário, originadas em países industrializados de grande expressão no mercado financeiro internacional – Estados Unidos nos anos 1980 e Japão nos anos 1990 –, sem que estas se convertessem em crises sistêmicas internacionais. Apesar da falência da maioria dos bancos de poupança nos Estados Unidos, a economia não sofreu uma recessão de origem bancária, devido, exatamente a esta segmentação de mercado que a protegeu. Assim o mercado de capitais sem sofrer graves conseqüências manteve-se como a principal fonte de financiamento dos investimentos. No Japão a possibilidade deste contágio a outros setores da economia foi ainda menor, pois não havia um modelo de financiamento fortemente apoiado no mercado de capitais e embora o país tenha sofrido uma longa recessão, sua crise bancária não se converteu em uma crise sistêmica internacional (Hermann, 2008).

Porém, como bem esclarece Hermann (2008, p. 31), “o cenário em que teve início a atual crise de crédito imobiliário nos EUA é bastante diferente do que vigia nos anos 1970. Ao longo das décadas de 1980-90 deu-se um longo processo de desregulamentação financeira na economia americana e em diversos outros países”. As principais características desta desregulamentação foram à eliminação da segmentação dos mercados e a ampliação do grau de abertura entre os países.

Por ser tradicionalmente menos regulado, o mercado de capitais nos EUA, foi o segmento mais estimulado por estas mudanças. As novas regras deram liberdade aos bancos para ingressarem neste mercado, principalmente através das operações de securitização de dívidas, o que estreitou as conexões entre os mercados de crédito e de capitais. Assim destaca Hermann (2008, p. 32),

Além de dificultar ações preventivas e de socorro de liquidez em tempo hábil, a rapidez com que hoje os mercados são capazes de reagir a sinais de alerta torna ainda mais provável a

conversão de uma crise inicialmente setorial – do crédito imobiliário – em uma crise sistêmica – de todo o mercado financeiro – com extensos efeitos macroeconômicos. Além disso, a maior abertura financeira alargou a abrangência geográfica do endividamento, bem como das operações de securitização, tornando também mais provável a conversão de uma crise nacional em crise internacional.

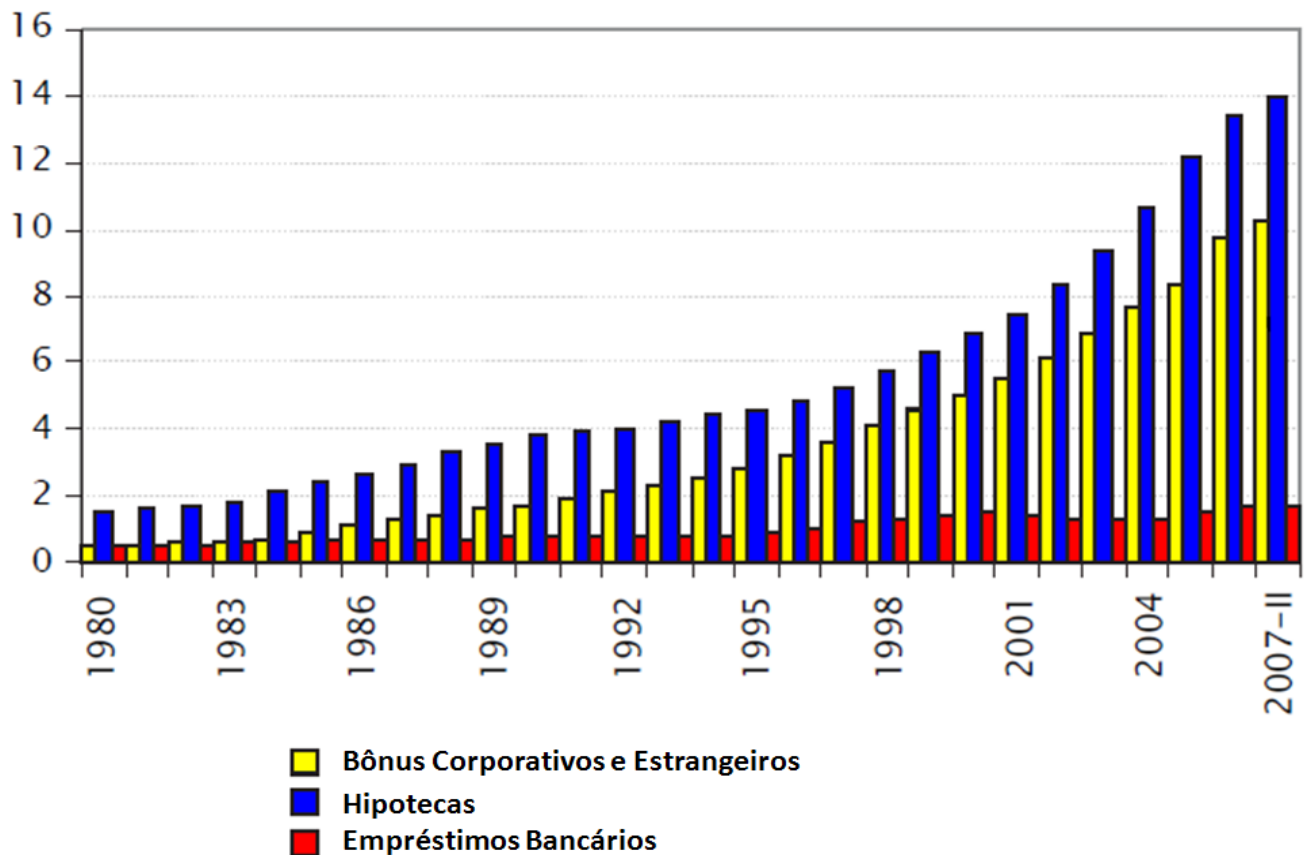
Como bem destacam Cintra & Cagnin (2007), em 1974 os EUA aboliram os fluxos sobre o controle de capitais, inclusive os limites diretos antes impostos aos empréstimos bancários. Progressivamente passou a ser concedido a estes fluxos de capitais uma liberdade irrestrita, determinando a dinâmica da atual expansão creditícia em um mundo financeiramente cada vez mais integrado. A crescente desregulamentação facilitou a conglomeração e o envolvimento dos bancos com o financiamento de posições nos mercados de capitais, o que resultou em um elevado grau de alavancagem destas empresas.

Durante este processo, grande parte da gestão da riqueza e do crédito migrou das instituições de depósito (bancos comerciais, bancos de poupança) para os investidores institucionais (fundos de pensão, companhias de seguro, além de outras formas de investimento coletivo). A participação dos ativos das instituições de depósito caiu de 52% dos ativos totais do setor financeiro americano em 1980 para 22% no segundo trimestre de 2007. Assim, em conjunto, os ativos dos investidores institucionais nos EUA aumentaram de US\$ 2 trilhões em 1980, para chegar ao patamar dos quase US\$ 29 trilhões em 2007. Assim, os investidores institucionais transformaram-se em um dos principais mecanismos de poupança e investimento da economia norte-americana (Cintra & Cagnin, 2007).

Em conseqüência, o aumento da participação de investidores institucionais no mercado financeiro norte-americano, desencadeou uma grande expansão no papel desempenhado pelo mercado de capitais, tendo em vista que estes investidores compõem a maior parte de seus portfólios com *securities* (títulos e ações). A princípio, este mercado teria a virtude de combinar as vantagens da melhor circulação de informações com a redução dos custos de transações e uma distribuição mais racional dos riscos. Porém, os mercados de capitais estão sujeitos a ondas de euforia e pessimismo dos investidores, tornando assim a dinâmica do sistema financeiro muito mais instável. Um ajuste nos preços destes ativos tende a provocar um desaparecimento na liquidez e a contração do crédito. Assim ressaltam Cintra & Cagnin (2007, p. 93), “é essa dinâmica financeira profundamente instável, característica dos mercados de capitais norte-americanos, que passa a comandar a gestão da riqueza e do crédito americano, bem como de grande parte da riqueza mundial”.

Com o aumento da demanda por instrumentos do mercado de capitais, as corporações passaram a tomar menos empréstimos bancários, para emitir substancialmente mais bônus, notas promissórias, *commercial papers* e ações. O crédito e a poupança das famílias também se dirigiram para o mercado de capitais. A participação relativa dos empréstimos bancários no estoque total de dívidas dos EUA caiu de 9,7% em 1980, para 3,8% em 2007. Por sua vez, a participação dos bônus corporativos praticamente duplicou, aumentando de 10,7% para 22,1% no mesmo período. A participação das hipotecas flutuou em torno de 24% a 30% durante todo o período (Gráfico 1) (Cintra & Cagnin, 2007).

Gráfico 1 – Estoque de Endividamento Privado por Instrumento – US\$ Trilhões



Fonte: Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States apud Cintra & Cagnin 2007.

Conforme destacam Cintra & Cagnin (2007, p. 96), “a evolução da participação das hipotecas no endividamento total do setor privado é explicada pelas transformações estruturais ocorridas no sistema de financiamento imobiliário dos EUA, provocada pela crise das *Saving & Loans* (S&L)”. Com objetivo de atenuar os desequilíbrios patrimoniais destas

instituições, o governo norte-americano tomou medidas no sentido de promover o desenvolvimento de um mercado secundário securitizado de hipotecas. Estas medidas estão destacadas na próxima seção do trabalho.

3.2 O Sistema de Financiamento Residencial nos EUA

Um dos principais instrumentos do mercado de capitais nos Estados Unidos são as hipotecas, elas consistem em empréstimos a famílias ou firmas para a compra de moradia, terra ou outras propriedades imobiliárias, onde a própria estrutura ou terra servem como garantia destes empréstimos. O mercado de hipotecas consiste no maior mercado de dívida dos Estados Unidos.

Nos anos 1930, as autoridades americanas buscaram fortalecer e expandir o seu sistema de financiamento residencial, apoiando as instituições de S&L e o desenvolvimento de mecanismos que permitissem uma melhor gestão de riscos, por meio da criação de um mercado secundário de hipotecas e da concessão de garantias públicas a este mercado. Foram então criadas três instituições: o *Federal Home Loan Bank System* (FHLBS) em 1933, a *Federal Housing Administration* (FHA) em 1934 e a *Federal National Mortgage Association* (FNMA) em 1938 (Cagnin, 2009).

Assim conforme Cagnin (2009), enquanto a FHA assumia o risco de crédito dos novos contratos de financiamento, funcionando como uma seguradora pública, o FHLBS constituía-se numa fonte alternativa de captação para as instituições de depósito associadas. Já o desenvolvimento de um mercado secundário de hipotecas cabia à FNMA, cujas operações estavam restritas à aquisição das hipotecas garantidas pela FHA. Mesmo com estas medidas, o mercado secundário de hipotecas manteve-se restrito até a década de 1970, o que significava que as operações das instituições credoras, inclusive as da FNMA, ainda eram acompanhadas por um elevado descasamento de prazos entre os seus ativos e passivos.

Frente aos desafios impostos, as autoridades públicas continuaram a incentivar a ampliação do mercado secundário de hipotecas, melhorando as condições de obtenção de liquidez por parte das S&L. Em 1968, o *Housing and Urban Development Act* introduziu mudanças no funcionamento do mercado secundário mediante a reformulação do papel da

FNMA, que foi dividida em duas instituições. Uma delas, que ficou conhecida como Fannie Mae foi privatizada, mas conservou seu papel público tornando-se uma *Government Sponsored Enterprise* (GSE), foi permitida a emissão de suas ações em bolsa de valores e a compra de hipotecas convencionais (*Conventional Mortgages*, que não eram garantidas pela *Federal Housing Administration*). A expansão do mercado secundário de hipotecas seguradas pela FHA passou então a ser responsabilidade de uma nova instituição, a *Government National Mortgage Association*, conhecida como Ginnie Mae. Retirou-se, assim, a responsabilidade da Fannie Mae pelos créditos hipotecários constituintes de políticas públicas de habitação para os segmentos de renda mais baixa, liberando a instituição para promover o fortalecimento do segmento de hipotecas submetido às leis de mercado (Cagnin, 2009).

Em 1970, o Congresso americano criou outra GSE, a *Federal Home Loan Mortgage Corporation*, que passou a ser chamada de Freddie Mac. Com esta nova instituição, as autoridades públicas buscaram dar novo incentivo ao mercado de hipotecas convencionais originadas pelas S&L. A Freddie Mac passou a ser responsável pela emissão de títulos referenciados a contratos de crédito hipotecário, as *Mortgage Backed Securities* (MBS), conhecidos como *Participation Certificates*. Estava então criado o embrião do atual mercado secundário de hipotecas, baseado em MBS. Contudo, a Fannie Mae ainda não realizava operações de securitização; sua função estava restrita a adquirir e manter em portfólio hipotecas convencionais. Por esse motivo, as causas que levaram à crise das S&L no início dos anos 1980 também afetaram sua solidez. Assim Cagnin (2009, p. 260) ressalta,

No sentido de promover um diagnóstico a respeito da crise das S&L e seu impacto sobre o sistema de financiamento residencial, foi criada, em 1982, a *President's Commission on Housing*. O relatório da comissão reconhecia a necessidade de criar um sistema em que houvesse maior flexibilidade, de maneira a permitir melhor gestão de riscos. A estratégia fundava-se no desenvolvimento do mercado secundário de hipotecas securitizadas (MBS). Partia-se do princípio de que esse mercado estaria subdesenvolvido diante da evolução dos mercados de títulos de dívida corporativa. As desvantagens provinham de diferentes frentes: legal, regulamentar e tributária, especialmente para as hipotecas sem seguro público.

Assim, já em 1981 passou-se a ser permitida a securitização de hipotecas convencionais pela Fannie Mae, como resposta aos seus desequilíbrios patrimoniais. As recomendações da *President's Commission on Housing*, foram incorporadas, no *Secondary Mortgage Market Enhancement Act* (SMMEA) de 1984. Entre as recomendações, estava a remoção de limites impostos por lei federal à aquisição de MBS por instituições de depósito, ficando a cargo do órgão regulador a definição dos tetos e incentivos ao desenvolvimento de mercados futuros de MBS. Além disto, as MBS passariam a receber classificação de *High-*

Grade, podendo assim ser compradas por fundos de pensão e seguradoras como se fossem títulos emitidos ou garantidos pelo governo federal dos EUA (Cagnin, 2009).

Em relação às condições de concorrência entre as GSE e outras instituições privadas securitizadoras, o SMMEA determinou limites para o valor das hipotecas a serem compradas pela Fannie Mae e pela Freddie Mac, ajustados periodicamente de acordo com o preço médio das residências. As hipotecas abaixo do valor-limite passaram a ser chamadas de *Conforming Mortgage*; as que ultrapassavam o limite ficaram conhecidas como hipotecas jumbo, ou *Nonconforming Mortgage* (Cagnin, 2009).

Com as mudanças ocorridas aumentou a liquidez dos títulos no mercado secundário de hipotecas, colaborando assim para o estreitamento das relações entre o mercado de capitais e o mercado de hipotecas. Assim, como bem ressalta Cagnin (2009), a partir de meados dos anos 1980, grandes bancos comerciais, como o *Bank of America*, tornaram-se importantes emissores de MBS. Outro aspecto importante foi o aumento da diversificação dos tipos de *securities* relacionadas a hipotecas.

O interesse dos grandes bancos privados no mercado de crédito imobiliário fazia parte da estratégia de expansão da carteira de créditos colateralizados destas instituições, voltados tanto a pessoas físicas quanto a pequenas e médias empresas. A exigência de colaterais permitia uma melhor gestão dos impactos sobre o balanço patrimonial dos bancos. Além do mais, as atividades relacionadas à securitização de hipotecas e alguns outros serviços referentes ao recolhimento e transferência dos pagamentos dos tomadores de empréstimos ao investidor proprietário das *securities*, transformaram-se em grande fonte de receita através das tarifas e comissões que geravam (Cagnin, 2009).

O espaço deixado pelas S&L obrigadas a retrain sua oferta de crédito em função dos desequilíbrios patrimoniais apresentados, principalmente a partir de meados dos anos 1970, passou a ser ocupado progressivamente por instituições bancárias especializadas na concessão de crédito hipotecário (*Mortgage Banks*) e pelos bancos comerciais (Cagnin, 2009).

3.2.1 Inovações nos Contratos de Hipotecas

A partir do final dos anos 1970, juntamente ao processo de formação do atual sistema de financiamentos residenciais, outro processo tomava início, era a diversificação dos tipos de contratos hipotecários, tanto no mercado primário, quanto no mercado secundário de *securities*. Assim destaca Cagnin (2009, p. 263),

as inovações nos contratos hipotecários faziam parte de um movimento mais amplo de inovações financeiras, iniciado nos anos 1970 e aprofundado a partir da década seguinte. A incompatibilidade da regulação do sistema financeiro à nova conjuntura macroeconômica, em que estiveram presentes níveis cada vez maiores de inflação e de taxas de juros, deu início a esse processo.

No caso específico dos financiamentos residenciais, a introdução de inovações foi estimulada inicialmente pela iniciativa pública através das instituições do mercado secundário (Fannie Mae, Freddie Mac e Ginnie Mae) e por alterações na regulamentação vigente. A necessidade de incentivo público a criação de novos contratos hipotecários pode ser explicada por dois aspectos. Em primeiro lugar, as instituições de S&L, principais responsáveis pela geração de hipotecas, estavam enfrentando dificuldades crescentes, agravadas a partir da década de 1980, e não se mostraram capazes de sustentar o funcionamento do sistema de financiamento residencial sozinhas. Pois, a manutenção das operações hipotecárias ia de encontro com a necessidade de casamento de prazo entre seus ativos, de longo prazo, e sua estrutura de *funding*, de curto prazo. Em segundo lugar, havia claro interesse público em manter funcionando esse sistema de crédito, dada a importância da ampliação do acesso à propriedade residencial na sociedade americana e a contribuição da construção civil na geração de empregos (Cagnin, 2009).

Desta forma, conforme destaca Cagnin (2009), na tentativa de reduzir os descasamentos de taxas de juros das S&L e a contração do crédito no financiamento residencial, o governo americano decidiu ampliar o mercado secundário de hipotecas a partir da década de 1980. Assim, conforme já destacado, a Fannie Mae passou a ter permissão para securitizar contratos hipotecários. É também deste período o *Alternative Mortgage Transaction Parity Act* (1982) que autorizou as S&L a contratar hipotecas a taxas de juros flexíveis, as *Adjustable Rate Mortgages* (ARM).

Com a ampliação do mercado secundário de hipotecas, um número cada vez maior de agentes privados passou a interessar-se em atuar no financiamento residencial. Desta maneira, outras inovações seguiram as ARM sem, contudo, atingir participação expressiva no mercado.

Foi a partir dos anos 1990, porém, com o avanço da tecnologia e de diferentes instrumentos de mitigação dos riscos, que juntamente com o processo de ampliação do mercado secundário de hipotecas e a tendência de valorização dos imóveis, ocorreu uma nova fase de inovações nos contratos hipotecários. Conforme ressalta Cagnin (2009, p. 264),

Com a deflação de ativos das bolsas de valores e a manutenção de baixos patamares de taxas de juros a partir de 2001, as instituições financeiras intensificaram a busca por ativos de maior rentabilidade. O desenvolvimento de novos instrumentos no mercado primário de hipotecas permitiu, de um lado, que as famílias americanas ampliassem sua capacidade de endividamento dando como garantia seus imóveis em tendência de valorização e, por outro, satisfazia o desejo de crescimento das operações ativas das instituições financeiras.

Estes novos contratos seguiram na direção de permitir aos seus tomadores a realização de pagamentos menores no período inicial de existência da hipoteca (*Balloon Mortgage*), o que possibilitou uma menor relação entre a renda pessoal do tomador e o serviço da dívida. Desta forma, ampliou-se o universo de possíveis tomadores de crédito hipotecário, porém, com importantes conseqüências sobre os riscos potenciais presentes no sistema de financiamento residencial. Conforme ressalta Cagnin (2009), entre os principais contratos desenvolvidos destacam-se:

- *Interest-Only Mortgage (IO)*, contrato por meio do qual o tomador pode pagar apenas os juros sobre o valor do empréstimo durante um período de tempo pré-determinado. A cada vencimento mensal o tomador tem o direito de decidir se paga apenas os juros ou juros acrescidos da amortização do principal.
- *Negative Amortization Mortgage (Neg-Am)*, contrato cujo tomador tem direito (durante certo período pré-determinado) a fazer escolha entre três opções: pagar somente juros; os juros acrescidos da amortização ou realizar um pagamento “mínimo”, estabelecido em contrato, cujo valor é menor que o pagamento dos juros. A diferença entre o mínimo e o montante de juros daquele período é incorporada no principal do empréstimo (amortização negativa).
- *Hybrid-ARM*, semelhante às demais, busca reduzir os pagamentos durante os primeiros anos de existência da hipoteca. Nesse contrato, durante o período inicial, geralmente de 2 a 5 anos, o tomador paga taxas fixas de juros. Após essa fase, as taxas de

juros tornam-se flexíveis, em geral ajustadas semestralmente de acordo com a Libor (*London Interbank Offer Rate*).

Assim, conforme ressalta Vidotto (2008), tanto pelo critério de perfil do tomador, quanto pelo critério de características dos contratos, o segmento de hipotecas nos EUA avançou muito além do que poderiam ser consideradas boas práticas em matéria de gestão de riscos. Dentro do segmento *subprime* surgiram contratos conhecidos como NINJA (*No Income, No Job, No Asset*), além de contratos ARM que já nasciam quase *Ponzi*.

Outra prática que se tornou popular no mercado primário foi a segunda hipoteca, conhecida como *piggyback* emitida simultaneamente a hipoteca principal. Conforme destaca Cagnin (2009, p. 265),

A existência desse contrato pode isentar o tomador de realizar qualquer sinal ou entrada no momento de contratação da hipoteca. Contratos tradicionais geralmente exigem um sinal de 20%, ou seja, a hipoteca cobre apenas 80% do valor do imóvel. Caso queira uma relação maior entre o valor da hipoteca e do imóvel (*Loan-to-Value – LTV*), o tomador deve, na maioria dos casos, fazer um seguro junto a uma instituição privada. O grande incentivo para se tomar uma segunda hipoteca sobre o valor do imóvel não coberto pela primeira é fiscal. Os gastos com pagamento de juros sobre hipotecas são dedutíveis do imposto de renda, enquanto os gastos com seguro não são.

A maneira mais comum de se realizar uma *piggyback* é por meio do *Home Equity Loan* (HEL), que consiste numa linha de crédito com fim específico (geralmente utilizada para melhorias no imóvel), tendo como colateral o valor do imóvel ainda não utilizado como garantia de outra hipoteca. O limite máximo do empréstimo é definido a partir da análise de crédito do tomador e da existência de hipotecas sobre o imóvel a ser tomado como colateral. Outra maneira de se realizar uma *piggyback* é realizando um *Home Equity Lines of Credit* (HELOC), que é um tipo de crédito pré-aprovado que toma um imóvel como garantia, de maneira semelhante ao HEL. Entretanto, o HELOC não necessita da definição de um fim específico para o uso dos recursos emprestados, que tanto podem ser usados para complementar uma primeira hipoteca como para o consumo em geral (Cagnin, 2009).

Como bem destaca Cagnin (2009), o crescimento da participação destes novos contratos, em que geralmente estavam presentes *Balloon Payments*, assim como a maior possibilidade de se ampliar a relação entre o valor da hipoteca e o valor do imóvel a ser financiado, marcaram o desenvolvimento do sistema de financiamento residencial nos EUA principalmente após 2001, expandindo os riscos implícitos das operações no mercado primário. Assim, tanto as instituições credoras como os tomadores esperavam, ao contratar

hipotecas com estas características, que a tendência de valorização do imóvel se mantivesse ou que as taxas de juros futuras fossem reduzidas, de maneira que pudessem refinanciar as hipotecas em condições favoráveis.

A popularização destes contratos teve duas conseqüências importantes. Em primeiro lugar, abriu a possibilidade para criação de operações semelhantes utilizando outros ativos como colateral, principalmente financiamento de automóveis e recebíveis de cartões de crédito, originando assim tanto contratos ABS (*Asset Backed Securities*), como também os CDO (*Collateralized Debt Obligations* – “Títulos Garantidos por Dívidas”). Em segundo lugar, integrou definitivamente o sistema de financiamento residencial ao mercado de capitais.

3.3 A Integração das Hipotecas ao Mercado de Capitais

A partir de 2002, a articulação entre as inovações financeiras nos contratos hipotecários e nos processos de securitização possibilitaram a expansão do sistema de financiamento residencial norte-americano em direção a operações associadas a riscos mais elevados. Os segmentos denominados *subprime*, que reúne tomadores sem histórico de crédito ou com histórico de inadimplência e *Alt-A* (*Alternative A*), que consiste em empréstimos a tomadores sem comprovação de renda, mas com bom histórico de pagamento, apresentaram um forte crescimento.

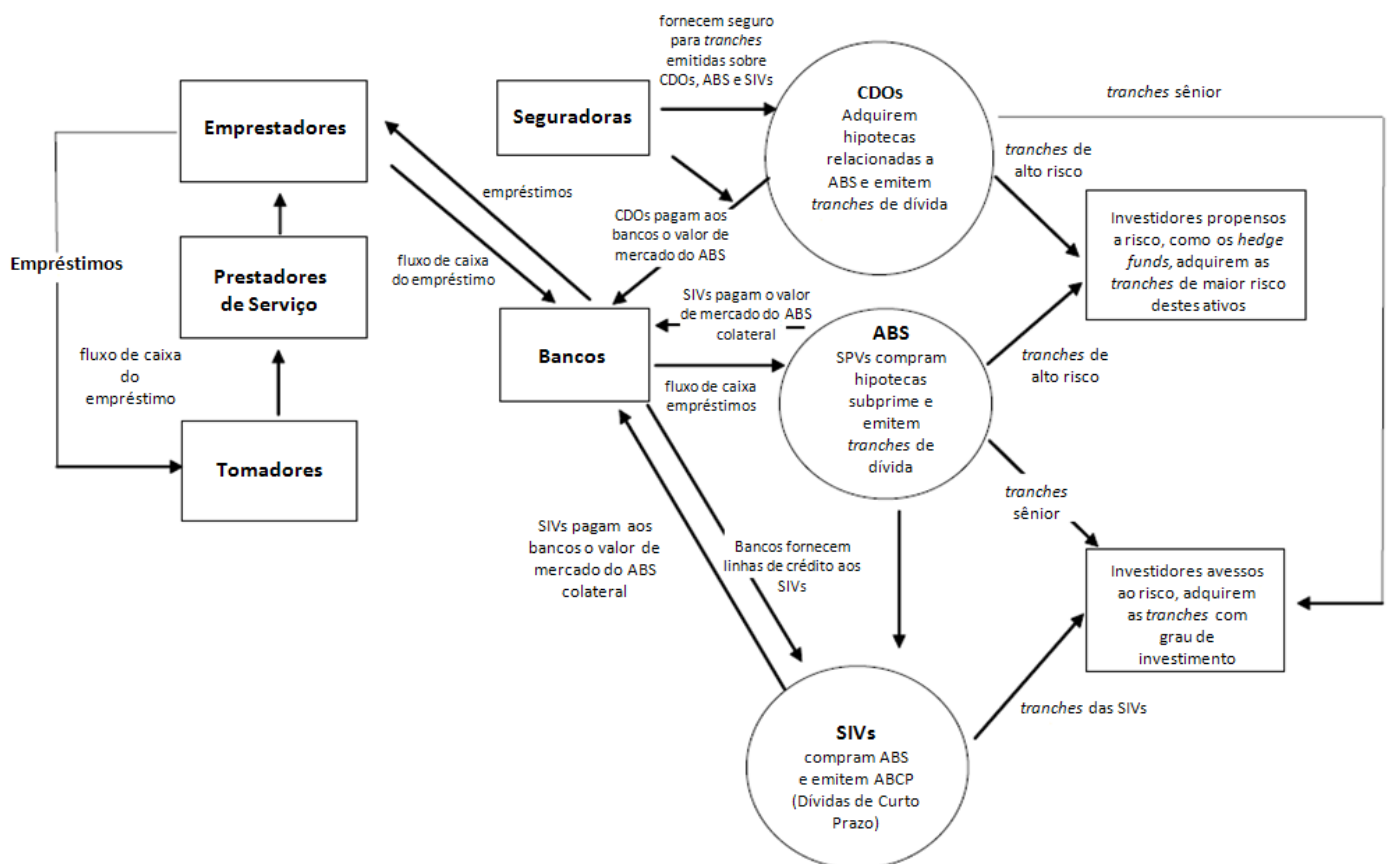
Porém, estas operações não possuíam nem às garantias públicas concedidas pela FHA, nem à securitização pelas GSE, por não respeitarem os parâmetros mínimos exigidos por estas instituições. Contudo, grandes bancos privados se responsabilizaram pela transformação destas carteiras de crédito em títulos, utilizando para isto técnicas complexas de securitização por meio de SIV (*Structured Investment Vehicles* – “Veículos de Investimentos Estruturados”), de modo a evitar assim requerimentos de capital associados a estes ativos dentro de seus balanços (Cagnin, 2009; Freitas & Cintra, 2008).

Desta forma, estes bancos desempenharam um papel fundamental na construção desta pirâmide de crédito, que contou com a securitização de hipotecas já securitizadas por meio de CDOs emitidos por SIVs e garantidos por estes bancos através de linhas de crédito ou acordos de recompra (Diagrama 1). Os pequenos bancos regionais americanos, que concentravam suas

operações de crédito nos mercados locais, também passaram a vender suas operações de crédito as seguradoras e *hedge funds*. Por sua vez, as seguradoras conhecidas como *monoline*, também passaram a fornecer garantias de retorno destes produtos estruturados (Cagnin, 2009; Freitas & Cintra, 2008).

Todas estas operações de refinanciamento permitiram as famílias converterem a valorização patrimonial de suas residências em poder de compra por meio de crédito. Com isto, aumentaram seus níveis de endividamento, financiando assim a expansão dos investimentos imobiliários. Embora tenham viabilizado a ampliação da liquidez no mercado de crédito e no endividamento de famílias, empresas e instituições financeiras, estas inovações financeiras também potencializaram o risco de crise sistêmica. Isto porque, estes contratos são amplamente interconectados, envolvendo diversos participantes e segmentos do mercado financeiro.

Diagrama 1 – Fluxos no Mercado de Hipotecas e Exposições aos Riscos



Assim, durante o período de expansão do mercado hipotecário, hipotecas foram originadas e reempacotadas de diferentes formas, como MBSs, CDOs, classificadas pelas agências de *rating* (ou agências de classificação de risco de crédito) e revendidas. Nos CDOs, hipotecas de diferentes riscos foram agregadas a recebíveis de cartão de crédito, recebíveis de empréstimos para compra de automóveis, créditos corporativos, empréstimos para estudantes, etc. Estes papéis, envolvendo recebíveis diversos, foram estruturados em várias *tranches* (cotas). Desta forma, em um autêntico “processo de alquimia”, vários instrumentos financeiros de diversos riscos foram combinados pelas agências de *rating* e por seus emissores. As combinações foram realizadas de modo que alguns desses ativos lastreados em hipotecas *subprime* acabaram reclassificados como sendo de baixo risco ou com grau de investimento (Freitas & Cintra, 2008).

O reempacotamento destas hipotecas de alto risco, com o consentimento das agências de *rating*, viabilizou sua aquisição por investidores com maior aversão ao risco. Assim, as *tranches* de menor risco conhecidas como *Seniors* - classificadas como AAA, AA e A - e as *Mezzanine* – classificadas como BBB, BB e B – foram adquiridas por diversos investidores institucionais. Com isto, parte importante destes créditos reempacotados foi exportada para fundos de investimentos ao redor do mundo. As *tranches* de maior risco, conhecidas como *Equities*, foram transferidas para *hedge funds*, por meio de operações alavancadas financiadas pelos vários bancos de Wall Street (Freitas & Cintra, 2008; Filho, 2008).

Durante este processo foram gerados grandes volumes de *tranches* residuais altamente arriscadas, conhecidas como “Lixo Tóxico”, difíceis de serem repassadas a outros investidores. Elas acabaram então sendo transferidas para os SIV. Para carregar estes papéis, os SIV emitiram ABCP, dívidas de curto prazo lastreadas em CDOs de alto risco, que contavam com uma linha de crédito especial fornecida pelas instituições financeiras controladoras a fim de garantir liquidez a estes papéis. A princípio, esta gestão arriscada dos “Lixo Tóxicos”, dívidas de longo prazo sendo financiadas com papéis de curto prazo, permitia ganhos extraordinários provenientes da diferença entre as taxas de juros dos dois mercados. Este *spread* pôde ainda ser ampliado no mercado de *commercial papers* (Freitas & Cintra, 2008; Filho, 2008).

Assim segundo evidenciado por Freitas & Cintra (2008, p. 420),

Por um lado, esses produtos estruturados não dispunham de mercados líquidos, o que dificultava a formação de um preço de mercado. Por outro lado, diante da inexistência de

observações empíricas sobre o comportamento desses novos instrumentos financeiros, os modelos de precificação dos riscos foram constituídos por séries históricas de *default* para os diferentes ativos (não-correlacionados) embutidos na CDO, por exemplo. No ambiente de euforia e ampla liquidez, CDO contendo hipotecas *subprime*, sem séries estatísticas disponíveis, geraram *Tranches Senior*, com grau de investimento, em uma clara indicação de subavaliação dos riscos e de sobreavaliação de ganhos potenciais.

Com o mercado em expansão, a capacidade destes produtos em encontrar compradores ampliou a confiança e reduziu a aversão ao risco dos bancos, dos investidores e das famílias. Bancos, companhias financeiras e instituições independentes, passaram a oferecer produtos mais atrativos, com maiores rendimentos, mas com reduzido padrão de avaliação e qualidade das hipotecas em que estavam lastreados. A concorrência entre os agentes financeiros levou a proliferação do uso de diferentes tipos de contratos de maneira a atrair tomadores de maior risco. Grande parte das hipotecas *subprime* emitidas entre 2004 e 2006 eram *risk-layered*, contratos que combinavam vários atrativos a fim de tornar a operação mais interessante e, conseqüentemente, mais arriscada (Cintra & Cagnin, 2007).

Desta forma, todas as carteiras de crédito imobiliário eram rapidamente securitizadas. De um lado, as receitas dos bancos, de instituições independentes e das agências de *rating* expandiam; de outro lado, uma fragilidade financeira crescente era administrada no interior do sistema. As instituições independentes e as companhias financeiras passaram a tomar empréstimos dos bancos para originar hipotecas sem garantias, estes empréstimos eram pagos com a securitização das hipotecas. Em resumo, com os preços dos imóveis em alta, novas hipotecas eram geradas, realimentando a expansão e a valorização dos ativos imobiliários. Os elevados preços dos imóveis validavam a sobreavaliação das *Tranches Senior* e produziam elevados retornos para as *tranches* residuais. Hipotecas e instrumentos financeiros cada vez mais arriscados espalhavam-se pelo sistema financeiro global. O papel das agências de *rating* foi crucial no processo de arbitragem dos riscos e rentabilidade dos créditos que estavam na base de toda esta securitização estruturada (Freitas & Cintra, 2008).

A dinâmica de funcionamento dos SIVs passou a ser semelhante à de pequenos bancos comerciais, realizavam empréstimos de longo prazo com passivos de curto prazo, porém, sem qualquer regulamentação ou supervisão. Como bem ressaltam Freitas & Cintra (2008, p. 421),

Todavia, há diferenças importantes do ponto de vista da fragilidade financeira. Bancos comerciais criam depósitos e têm acesso direto as reservas do banco central. No SIV a capacidade de criar liquidez está ausente. Assim, a estabilidade e liquidez dos SIV dependem da liquidez bancária. Num momento de turbulência, os ativos transferidos para os SIV precisam ser vendidos, refinanciados pelos bancos (substituição do *commercial paper* por empréstimos) ou retornar para o balanço dos bancos, dada a linha de crédito *stand-by* existente

entre eles. Isso significa que se os *commercial papers* não forem renovados, o banco terá de fazer um empréstimo ou trazer os ativos para seu balanço, o que exigirá a elevação do capital.

A partir de meados de 2006, o mercado imobiliário americano passou a emitir sinais de encolhimento, tanto nos preços, quanto nas quantidades. Com isto, começou vir à tona a fragilidade das estruturas financeiras criadas, que possuíam elevado risco e baixa capacidade de fornecer liquidez. Seu funcionamento dependia de um aumento contínuo do preço dos imóveis, do fluxo de novas hipotecas e da queda das taxas de juros.

A partir de fevereiro de 2007, uma cadeia de eventos começou a revelar a fragilidade dos instrumentos e das estruturas financeiras: inadimplência das famílias *subprime*, que detinham hipotecas com taxas de juros ajustadas ou flutuantes, execução de devedores inadimplentes, queda nos preços dos imóveis, movimentos de saques em *hedge funds* e rebaixamento dos *ratings* de alguns produtos estruturados. Assim, investidores institucionais, sujeitos a regras de prudência, foram forçados a vender os ativos rebaixados. Este processo de inadimplência e deflação de preços alcançou então os produtos estruturados e os SIVs (Freitas & Cintra, 2008).

A incerteza sobre o valor dos ativos que lastreavam estes papéis levou a um dramático declínio nos estoques e uma elevação nas taxas de juros tanto na Europa como nos EUA, produzindo uma crise de liquidez. Os bancos foram forçados a garantir linhas de crédito de contingência. Assim, ativos, que estes bancos haviam retirado de seus balanços, voltaram no momento em que foram chamados a fornecer liquidez para os SIVs. Neste processo muitos bancos tiveram de captar novos recursos para elevar o capital ponderado pelos riscos (Freitas & Cintra, 2008).

Dada a integração entre os diferentes segmentos de mercado, a crise iniciada no mercado de hipotecas *subprime* espalhou-se rapidamente para outros diversos segmentos do mercado financeiro norte-americano e global. Em um cenário de forte incerteza em relação ao risco de contraparte, os bancos passaram a exercer sua preferência pela liquidez, acarretando em uma redução dos empréstimos no mercado interbancário e conseqüente contração a concessão de crédito aos clientes (Freitas & Cintra, 2008).

Com a deterioração dos empréstimos imobiliários de alto risco, as agências de *rating* rebaixaram a classificação de centenas de títulos relacionados às hipotecas *subprime*, contribuindo para ampliar a incerteza em relação aos produtos financeiros estruturados. Com a crise, os métodos de avaliação destas agências começaram a ser questionados por

autoridades, tanto na Europa quanto nos EUA, pois havia um nítido conflito de interesses envolvido nestas classificações de risco, já que quase 50% das receitas destas agências provinham dos *ratings* concedidos a estes complexos instrumentos financeiros estruturados pelos bancos (Freitas & Cintra, 2008).

Assim, as crescentes dúvidas em relação ao grau de exposição dos bancos a crise das hipotecas *subprime* provocou um empacotamento da liquidez no mercado interbancário. A desconfiança também contaminou o mercado de ABCP, ocasionando problemas de iliquidez em várias instituições norte-americanas e européias.

3.4 Prejuízo dos Bancos e Contração de Crédito

Em junho de 2007, surgiram rumores de que dois *hedge funds* geridos pelo Bear Sterns, com ativos garantidos por hipotecas *subprime*, tinham sofrido grandes perdas e que o banco havia vendido US\$ 3,8 bilhões em bônus para fazer frente às reposições de garantias necessárias. Com isto, as agências de risco começaram a rebaixar os *ratings* de títulos RMBS (*Residential Mortgage Backed Securities*), garantidos por hipotecas residenciais, e dos CDOs. No início de agosto de 2007, o BNP Paribas Investment Partners suspendeu os resgates e subscrições em três fundos de investimentos, após a reclassificação dos *ratings* de inúmeros ativos relacionados a hipotecas norte-americanas por estas agências (Farhi & Cintra, 2009).

Assim, neste mesmo período o Federal Reserve (FED) e o Banco Central Europeu (BCE), realizaram diversas operações com objetivo de ampliar a liquidez nos mercados. Ocorreram ainda a intervenção do Bundesbank no banco alemão IKB e a falência da American Home Mortgage Investment Corporation. Entre o final de novembro e início de dezembro de 2007, diversos bancos americanos e europeus anunciaram planos de incorporar aos seus balanços ativos alocados em SIVs. Conforme destacam Farhi & Cintra (2009), diante das expectativas de elevadas perdas a serem reveladas pelos balanços bancários, os bancos centrais dos EUA, Inglaterra, Europa, Suíça, Canadá, Japão e Suécia foram forçados a uma intervenção conjunta. Esta deterioração nas expectativas se prolongou durante o mês de janeiro de 2008, com a divulgação de novas perdas e o rebaixamento dos *ratings* das

seguradoras *monolines*, especializadas em fornecer garantias às emissões de bônus de estados e municípios norte-americanos.

Em março de 2008, a falência do Bear Stearns, quinto maior banco de investimentos dos EUA, foi evitada pela intervenção e por garantias de US\$ 29 bilhões oferecidas pelo FED ao JP Morgan Chase para sua compra. Enquanto banco de investimentos, o Bear Stearns não era supervisionado pelo FED, nem tinha acesso a operações de redesconto (Farhi & Cintra, 2009).

Em julho de 2008, ocorreu à falência do IndyMacBank, parte do conjunto de instituições financeiras do *Federal Savings Bank* (FSB), especializadas em crédito hipotecário. O IndyMacBank era o maior S&L na região de Los Angeles e o sétimo maior em concessão de hipotecas dos Estados Unidos. A instituição sofreu intervenção do Federal Deposit Insurance Corp. (FDIC), fundo garantidor dos depósitos até US\$ 100 mil. Em decorrência do colapso do IndyMacBank, dois efeitos mais imediatos foram registrados. Primeiro, os depositantes no sistema bancário americano com depósitos superiores ao limite garantido pelo FDIC procuraram redistribuí-los entre diversos bancos; e segundo, os temores de investidores e depositantes se alastraram para as demais instituições do FSB, provocando diversas novas falências (Farhi & Cintra, 2009).

Quase ao mesmo tempo da falência do IndyMac, ocorreu uma acentuada perda de confiança nas duas grandes agências quase-públicas de crédito hipotecário, a Fannie Mae e a Freddie Mac. Essas companhias conseguiram durante anos financiarem suas operações a um custo bastante próximo ao do Tesouro americano e, simultaneamente, operar de forma mais alavancada que outras instituições financeiras, sustentando todas as suas atividades com um patrimônio conjunto de cerca de US\$ 71 bilhões. Isto é, este patrimônio poderia ser consumido por um prejuízo relativamente baixo como proporção de suas carteiras. Enquanto o preço dos imóveis subia, este risco parecia limitado. Porém, com a queda no preço dos imóveis, dados em garantia aos empréstimos, que passaram a valer menos do que as hipotecas, e a duplicação no patamar de inadimplência dos tomadores, estas empresas ficaram diante da possibilidade de insolvência, ou pelo menos sem capital para continuar operando (Filho & Borça Jr., 2008; Farhi & Cintra, 2009).

O Congresso norte-americano então aprovou um pacote de ajuda para estas duas instituições, por meio de empréstimos e compra de ações. O FED, por sua vez, anunciou que

concederia empréstimos de curto prazo as duas empresas. A inédita ação estava ligada à grandeza dos passivos destas companhias. A Fannie Mae tinha uma dívida total em torno de US\$ 800 bilhões, enquanto a da Freddie Mac alcançava US\$ 740 bilhões. Ademais, as duas companhias carregavam ou tinham dado garantias a títulos hipotecários no valor de US\$ 4,6 trilhões, o que representava 38% dos créditos hipotecários nos EUA e cerca de 30% de seu Produto Interno Bruto (PIB) projetado para 2008. Complicando ainda mais a situação, parte significativa destes títulos tinha sido adquirida por bancos centrais estrangeiros. Em junho de 2008, a dívida total das agências federais americanas detidas por estrangeiros somava US\$ 1,66 trilhão. Em outras palavras, os títulos emitidos pela Fannie Mae e pela Freddie Mac foram considerados para a aplicação das reservas internacionais como tão “sem riscos” quanto os títulos do Tesouro americano, com a vantagem de oferecer rendimentos um pouco mais elevados (Farhi & Cintra, 2009).

A falência do Lehman Brothers, em 15 de setembro de 2008, constituiu-se no ponto mais alto da crise, que passou a apresentar contornos sistêmicos. Acarretando na paralisação das operações interbancárias e na desconfiança dos investidores nos sistemas financeiros, que se espalhou resultando em um típico “comportamento de manada” nos mercados de ações, câmbio e derivativos, em âmbito global.

Com a recusa das autoridades norte-americanas em impedir a falência do Lehman Brothers, passaram a ocorrer seguidos processos de fusão e incorporação entre as instituições bancárias dos EUA, além da falência de várias outras. Como exemplos, o Bank of America comprou o então quase falido Merrill Lynch, enquanto o Goldman Sachs e o Morgan Stanley obtiveram autorização para se transformarem em *holdings* financeiras (*Financial Holding Companies*), sujeitas às normas de Basiléia, à supervisão do FED e acesso a operações de redesconto (Farhi & Cintra, 2009).

Mas, não foram somente os bancos de investimento e as GSE que sofreram os impactos da crise. Nesse período, outras instituições financeiras não-bancárias como *hedge funds*, fundos de investimento e seguradoras enfrentaram uma verdadeira “corrida bancária” contra “não-bancos”. Nas palavras de Krugman (2009, p. 168) “o conjunto de instituições e de arranjos que atuam como ‘bancos não-bancos’ é, em geral, denominado ‘sistema bancário paralelo’ (*Parallel Banking System*) ou ‘sistema bancário sombra’ (*Shadow Banking System*)”. Assim, o FED e o Tesouro americano tiveram de estender a várias destas instituições o acesso a operações de redesconto, inclusive com aceitação de títulos lastreados em créditos

hipotecários. O Banco da Inglaterra também adotou medidas semelhantes através de operações de *swaps*.

A inadimplência então começou a se espalhar para outras formas de crédito ao consumidor, bem como a atingir devedores de crédito hipotecário considerados de menor risco que os *subprime*. Ademais, é preciso levar em conta que a maior parte dos empréstimos hipotecários *subprime* foi concedida em condições que tornavam as prestações iniciais baixas, mas que, passados dois ou três anos, as levavam a subir de maneira acentuada. Assim, à medida que reconheciam novas perdas, os grandes bancos eram obrigados a sair em busca de cada vez mais custosos aportes de capital, em particular de fundos soberanos. Porém, o fantasma da falência do Lehman Brothers dificultava a obtenção de novos capitais por estes bancos (Farhi & Cintra, 2009).

3.5 Características do Sistema Bancário Paralelo

É importante destacar o fato de que os casos mais agudos de fragilidade financeira registrados nesta crise envolveram instituições financeiras que não tinham, pela norma existente antes de sua eclosão, acesso aos seguros de depósito ou a operações de redesconto das autoridades monetárias. Esta é uma característica própria do *Global Shadow Banking System*.

Este sistema desenvolveu-se ao longo das últimas décadas tendo como pano de fundo as complexas relações que se estabeleceram entre instituições financeiras nos mercados de balcão. Desde o final da década de 1980, estes mercados têm sido utilizados para a negociação de derivativos financeiros, por meio dos quais as instituições financeiras tanto podiam buscar cobertura aos seus riscos de câmbio e juros, por exemplo, como também especular sobre a tendência destes preços ou realizar operações de arbitragem. Porém quando estes mercados passaram a negociar derivativos de crédito e títulos oriundos da securitização dos créditos concedidos pelos bancos comerciais, combinados a derivativos conhecidos como “produtos estruturados”, o sistema bancário e o *Global Shadow Banking System* passaram a emaranhar-se de maneira indecifrável (Farhi & Cintra, 2009).

Os bancos buscavam diversas formas de retirar os riscos de seus balanços com objetivo de alavancar suas operações sem ter de reservar os coeficientes de capital requeridos pelas autoridades reguladoras. Passaram então a fazer isto de diversas maneiras, adquirindo proteção contra os riscos de crédito nos mercados derivativos, securitizando créditos com rendimento atrelado aos reembolsos devidos pelos tomadores de empréstimos e criando diversos veículos especiais de investimento. Mas, somente puderam transferir estes riscos porque havia outros agentes dispostos a assumir a contraparte destas operações, ou seja, assumir riscos contra um retorno que lhes parecia elevado (Farhi & Cintra, 2009).

Assim outras instituições financeiras, que não estavam sujeitas as normas de regulação do sistema bancário, passaram a ter acesso a estas operações altamente rentáveis. Bastava para isto captar recursos no mercado de títulos de curto prazo e adquirir os títulos de longo prazo securitizados com lastro em créditos emitidos por diversos bancos. Desta forma os mercados de balcão tornaram-se o palco das negociações tanto de ativos quanto de passivos das instituições financeiras, transformando-se em fontes de *funding* e de investimentos para todas as instituições financeiras que deles participavam (Farhi & Cintra, 2009).

Os produtos negociados em mercados de balcão não possuem cotação oficial. Seus preços são livremente acordados entre as partes. Ademais, ao contrário dos ativos negociados em mercados organizados, os preços dos ativos de balcão não são transparentes, já que estes muitas vezes não são tornados públicos. Esta falta de transparência nos preços dos mercados de balcão pode impedir ou dificultar sua avaliação posterior. Diferentemente, nos mercados de bolsa de valores, a transferência dos ganhos e perdas é organizada e garantida através das câmaras de compensação. Já, nos mercados de balcão, a inexistência destas câmaras de compensação coloca em evidência um elevado nível de inadimplência da contraparte perdedora. Desta forma, aumentam os riscos potenciais dos derivativos de balcão em relação aos negociados em mercados organizados (Farhi & Cintra, 2009).

Os mercados de derivativos de balcão não costumam ser transparentes, tanto no que diz respeito ao nível de preços das operações, quanto no que diz respeito ao volume e aos riscos das posições assumidas pelos seus participantes. Desta maneira Farhi & Cintra (2009, p. 291) destacam a ineficiência destes sistemas como instrumentos utilizados para cobertura de riscos,

No que concerne à sua utilização como instrumento de cobertura de riscos, ela é eficiente no nível microeconômico. Mas, no tocante à economia como um todo, é necessário considerar que

a quantidade de riscos presentes no sistema não se reduz com a utilização dos derivativos financeiros para efeitos de cobertura de riscos (*hedge*). Eles só alteram sua distribuição. Para que os eventuais benefícios macroeconômicos das operações de *hedge* possam manifestar-se numa situação de crise, é necessário que, ao serem transferidos, os riscos tenham se diluído entre um grande número de pequenos especuladores ou tenham se concentrado em carteiras fortes, capazes de suportar os prejuízos deles resultantes. Caso contrário, numa demonstração suplementar da difícil interligação entre os aspectos micro e macroeconômicos, os mercados de derivativos terão contribuído para o agravamento da instabilidade original, desencadeando inadimplências em cascata que podem originar um risco sistêmico.

A rede desenvolvida para negociação destes ativos formou então uma extensa teia de créditos e débitos entre as instituições participantes destes mercados, dentre as quais possuem papel de destaque as instituições que compõem o sistema bancário paralelo. A atual crise tem nos revelado os impactos macroeconômicos que estas inovações financeiras são capazes de provocar em períodos de fragilidade econômica.

4 AS POLÍTICAS GOVERNAMENTAIS DE RESGATE AO SISTEMA FINANCEIRO

4.1 Respostas dos Governos ao Aprofundamento da Crise

A primeira resposta dada pelos governos ao aprofundamento da crise, depois que esta passou a apresentar contornos de crise sistêmica, foi à adoção de uma política monetária expansionista, com redução das taxas de juros nos EUA, Reino Unido, Zona do Euro, Japão, Canadá, China, Índia, Brasil, além de diversos outros países; e os empréstimos de liquidez concedidos pelo FED e outros bancos centrais, através da troca de títulos públicos por recursos líquidos e troca de hipotecas ilíquidas por títulos públicos.

A segunda resposta dada pelos governos a crise, foi à ampliação dos acordos de troca de moedas pelo FED e vários outros bancos centrais a fim de facilitar o processo de desalavancagem global. A terceira resposta foi uma política fiscal expansionista adotada tanto por meio de uma ampliação nos gastos públicos, quanto por meio de aportes do Tesouro americano as GSE, aos contribuintes e as famílias de baixa renda com dívidas hipotecárias; além de outros orçamentos fiscais ocorridos na Zona do Euro, Japão, China e diversos outros países. A quarta resposta aponta para a direção de reformas nas regras de supervisão e regulamentação existentes.

4.1.1 Redução das Taxas de Juros

Durante períodos de recessão corrente, o FED responde por meio da compra de notas do Tesouro, títulos de curto prazo da dívida do governo norte-americano, que estejam em poder dos bancos. Isto provoca uma redução nas taxas de juros sobre a dívida do governo; investidores em busca de uma maior proporção de retornos procuram outros ativos, provocando assim uma redução nas demais taxas de juros; e normalmente estas taxas de juros mais baixas provocam, afinal, uma reversão no declínio econômico. Foi desta maneira, que o FED combateu a recessão dos anos 1990 derrubando de 9% para 3% as taxas de juros para

seus títulos de curto prazo. Combateu a recessão que se iniciou em 2001 cortando as taxas de juros de 6,5% para 1%. E tentou lidar com a recessão atual baixando as taxas de juros de 5,25% para zero (Krugman, 2009).

Assim, no final de 2008, mesmo com as taxas de juros definidas em um “patamar menor ou igual a zero”, a recessão e seu contágio aos mercados continuava a se aprofundar, revelando que com níveis tão baixos de juros, a política monetária convencional tinha perdido seu poder de tração (Krugman, 2009).

Esta é a segunda vez que os EUA enfrentam juros menores ou iguais a zero, sendo que a primeira vez foi durante a Grande Depressão. A observação de que existe um limite inferior para as taxas de juros o que levou Keynes a defender um maior gasto governamental, quando a política monetária torna-se ineficaz e o setor privado não pode ser convencido a gastar mais, o setor público deve assumir este papel dentro da economia. O estímulo fiscal é a resposta dos keynesianos para este tipo de situação econômica, semelhante a uma depressão, como a que o mundo vive atualmente (Krugman, 2009).

Sem poder contar com a arma dos juros para estimular a economia, o FED anunciou, em sua reunião de abril de 2009, um aporte total de US\$ 1,15 Trilhão. Sendo que US\$ 750 Bilhões na forma de compra de em títulos lastreados em hipotecas de risco, elevando o total da ajuda para o setor imobiliário desde o início da crise a US\$ 1,25 Trilhão. Mais US\$ 300 Bilhões em títulos do Tesouro americano, como forma de ajudar os mercados de crédito. Além de US\$ 100 Bilhões para comprar papéis de dívida emitidos diretamente pelas três empresas hipotecárias que contam com apoio do governo, Fannie Mae, Freddie Mac e Ginnie Mae.

O FED, contudo, em nota divulgada após a referida reunião destaca que *"continua a esperar que as ações de política monetária para estabilizar os mercados e instituições financeiros, o estímulo fiscal e monetário e as forças de mercado contribuam para uma retomada gradual do crescimento econômico sustentável em um contexto de estabilidade de preços"*.

4.2 Propostas para Reforma da Arquitetura Financeira Internacional

Conforme destaca Belluzzo (2009), são cada vez mais freqüentes os rumores sobre a possibilidade de abandono progressivo do dólar em favor de outras moedas no que diz respeito ao faturamento das transações internacionais.

O diretor do FMI, Dominique Strauss-Khan, propõe a transformação do Fundo Monetário em um prestador de última instância, uma espécie de banco central dos bancos centrais. Assim destaca Belluzzo (2009), as propostas de reforma elaboradas para o futuro nos remetem ao passado. Keynes, quando delegado da Inglaterra em Bretton Woods, propôs a criação de uma *Clearing Union*, que consistia exatamente em nada mais do que uma espécie de banco central dos bancos centrais. Esta *Clearing Union* emitiria uma moeda bancária única, destinada exclusivamente a liquidar posições entre os bancos centrais. Os negócios privados seriam realizados em moeda nacional, que por sua vez, estariam referidas a esta moeda única através de um sistema de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis. Os déficits e superávits dos países corresponderiam a reduções ou aumentos das contas dos bancos centrais nacionais junto a *Clearing Union*.

O plano apresentado por Keynes em Bretton Woods tinha por objetivo buscar uma distribuição mais equitativa do ajustamento dos balanços de pagamento entre deficitários e superavitários. Seu propósito com isto era evitar os ajustamentos deflacionários e manter as economias na trajetória do pleno emprego. Keynes imaginava ademais que o controle de capitais deveria ser “uma característica permanente da nova ordem econômica mundial”, fundada a partir do pós-guerra (Belluzzo, 2009).

Porém, o espaço econômico internacional do pós-guerra, foi construído a partir do projeto de integração entre as economias nacionais proposto pelo Estado norte-americano e pela hegemonia de sua moeda. A supremacia do dólar impulsionou a criação das grandes empresas transnacionais, ampliação e reorientação dos fluxos de comércio e a redistribuição geográfica da produção manufatureira para países da periferia (Belluzzo, 2009).

Esta redistribuição espacial da indústria manufatureira ampliou os desequilíbrios entre os balanços de pagamentos entre os EUA, a Ásia e a Europa, favorecendo assim o avanço da globalização financeira. Os EUA foram capazes de atrair capitais para cobrir seus déficits em

conta corrente e assim puderam manter suas taxas de juros baixas, dólar valorizado e o controle de sua inflação (Belluzzo, 2009).

Cabe então destacar, que a crise mundial tem sido tratada praticamente apenas como um fenômeno econômico-financeiro, quando na verdade também se constitui em um fenômeno de cunho político. Assim, com a volta do Estado como ator importante na economia, cria-se um novo paradoxo de qual modelo de regulamentação deve ser seguido. A posição dos Estados Unidos ainda continua sendo de principal potência mundial, apesar dos abalos sofridos, com isto é necessário saber por quais caminhos seguirão suas políticas de curto prazo.

4.2.1 Consolidação das Agências Regulatórias

É necessário consolidar as diversas agências regulatórias ao redor do mundo, principalmente no que diz respeito à Europa e Estados Unidos. Esta crise nos revelou a debilidade das estruturas de supervisão descentralizadas, dado o grau de integração existente atualmente entre as diversas instituições financeiras (bancos, seguradoras, fundos de investimento, *hedge funds*) e os mercados (de crédito, de capitais e de derivativos), os reguladores teriam de realizar a unificação, inclusive acima das fronteiras nacionais, dos organismos encarregados de sua implementação e execução, de forma a aplicar as mesmas regras para todas as instituições financeiras e ser capaz de avaliar o conjunto dos riscos presentes no sistema, este foi um dos pontos para os quais a reunião do G20, realizada em março de 2009, não conseguiu encontrar consenso.

Em âmbito nacional, este problema já foi reconhecido pelas autoridades norte-americanas. Sendo que um dos pilares centrais da proposta de reestruturação da estrutura regulatória do sistema financeiro, anunciada pelo governo dos EUA em março de 2008, consiste exatamente na consolidação das diversas agências reguladoras existentes no país. Ademais, de acordo com esta proposta, o *Federal Reserve* teria poderes ampliados, passando a supervisionar, além das *holdings* financeiras, os bancos de investimento, seguradoras e fundos de investimento (inclusive *hedge funds*). Os diversos episódios assistidos durante o decorrer desta crise mostraram que a retirada das funções de supervisão do banco central e sua

transferência para instituições autônomas podem ter conseqüências desastrosas, sobretudo, se não há uma contínua e rápida troca de informações entre estas instituições (Farhi, Prates, Freitas & Cintra 2008).

4.2.2 *Limites aos Avanços da Securitização*

Algumas iniciativas devem ser tomadas no sentido de impor limites ao avanço da securitização e dos derivativos de crédito, dentre as quais se destacam:

- os reguladores poderiam colocar restrições à complexidade de instrumentos que poderiam ser emitidos e adquiridos pelas entidades reguladas;
- os bancos centrais poderiam aceitar como colateral nas operações compromissadas ou na janela de redesconto somente classes suficientemente transparentes de ABS;
- um requerimento regulatório poderia ser instituído obrigando o originador a reter as *Equity Tranche*. Pois, quando o originador dos empréstimos está muito distante do investidor, são menores os incentivos para uma “originação” cuidadosa. Assim, uma forma de reduzir este problema seria o “originador” reter as *tranches* mais arriscadas em sua carteira;
- a re-intermediação, através de mudanças na contabilização dos ativos lastreados em crédito – incluindo os já existentes – que deixariam de ser considerados “fora de balanço” e passariam a ser incluídos nos balanços;
- a criação de uma câmara de compensação para os derivativos de crédito que cubra as margens de garantia dos participantes, para minimizar os riscos de contraparte, e traga alguma transparência à distribuição dos riscos (Farhi, Prates, Freitas & Cintra 2008).

4.3 Perspectivas e Políticas do FMI após a Crise

No *Global Financial Stability Report (GFSR)* publicado em abril de 2008, o FMI destaca a fragilidade do sistema financeiro mundial ante os acontecimentos ocorridos nos

meses anteriores, ressaltando que houve uma falha coletiva na hora de dimensionar o grau de alavancagem das instituições financeiras (principalmente nos EUA e Europa), e dos riscos relacionados à correção desordenada dos valores de seus ativos.

O que segue então é uma série de recomendações voltadas para o curto e médio prazos, que o Fundo Monetário destaca como necessárias ao momento de instabilidade do sistema financeiro. No curto prazo, colocam-se como prioridade medidas que reforçam a confiança no sistema financeiro dos mercados desenvolvidos. Para isto, o informe ressalta que o setor privado pode avançar em alguns aspectos sem a necessidade de uma regulamentação formal imposta pelo Estado, porém, em outros aspectos a intervenção pública se faz necessária.

O âmbito onde a contribuição do setor privado poderia ser útil para resolução dos problemas da crise, segundo o informe do FMI, são:

- **Divulgação de Informações.** As instituições deveriam informar ao público de maneira oportuna e coerente sobre a exposição de suas carteiras aos produtos de crédito estruturados, contribuindo assim para diminuição de incertezas quanto as suas posições;
- **Saneamento dos Balanços Bancários.** As instituições que possuem déficits de capital em seus balanços devem procurar capitalizar-se através do aumento de seu capital ou financiamentos de médio prazo, mesmo que isto apresente um custo aparentemente elevado;
- **Gestão Global de Riscos.** As instituições deveriam divulgar suas estratégias adotadas no sentido de corrigir falhas na gestão dos riscos, que possam ter contribuído para gerar perdas ou problemas de liquidez.
- **Estrutura de Remuneração Gerencial.** É necessário tomar medidas a fim de corrigir incentivos que induzam altos diretores de instituições financeiras realizarem operações com vistas a horizontes de curto prazo. Oferecendo incentivos a tomada de decisões que viabilizem a capacidade da empresa de reduzir riscos sistêmicos.

O âmbito em que medidas governamentais de curto prazo seriam mais proveitosas são os seguintes:

- **Tratamento Uniforme.** Juntos, auditores e supervisores devem garantir transparência quanto aos valores reais dos títulos negociados em mercado, de modo a reduzir ao mínimo

possível as discrepâncias existentes nos valores contábeis de diversas instituições financeiras ao redor do mundo;

- **Supervisão mais Intensa.** Os supervisores devem avaliar melhor as margens de garantias de capital em relação aos riscos assumidos por instituições financeiras. E dedicar mais atenção a que os bancos tenham sistemas mais apropriados de gestão de riscos.

- **Informes Especiais sobre Estabilidade.** Para contribuir com a redução de incertezas por parte dos investidores, os governos deveriam emitir informes baseados em relatórios de agentes supervisores do sistema, avaliando os riscos ainda existentes e destacando os planos de combate a vulnerabilidade financeira das nações;

- **Medidas Antecipadas de Intervenção em Instituições com Dificuldade.** Os governos devem preparar-se de maneira ativa para conter as pressões sofridas por diversas instituições financeiras durante a crise. Além de intervenções diretas caso seja necessário.

- **Planos Públicos para Ativos Desvalorizados.** É aconselhável que as autoridades nacionais elaborem planos de contingência, caso um grande volume de ativos desvalorizados venha causar efeitos negativos em diversos setores econômicos.

O informe então destaca algumas recomendações que deveriam ser adotadas no médio prazo, tendo em vista o explosivo crescimento dos modelos de financiamento estruturados que originaram esta crise. Ao setor privado seria conveniente avançar nos seguintes pontos:

- **Estandardização dos Produtos Financeiros Estruturados.** Esta medida poderia ajudar os participantes do mercado a entender melhor seus riscos contribuindo para melhor avaliação de tais produtos;

- **Transparência quanto a Origem destes Produtos.** Os investidores estariam em melhores condições de avaliar seus riscos, caso recebam informações claras e detalhadas acerca dos ativos subjacentes que compõem estes produtos;

- **Reforma dos Sistemas de Classificação de Riscos.** Recomenda-se adotar uma escala de classificação diferenciada aos produtos de crédito estruturados. Esta medida pode exigir uma reavaliação dos valores que estes recebem de acordo com sua regulação e supervisão;

- **Transparência na Divulgação dos Dados.** Os originadores devem proporcionar a seus investidores, de maneira periódica, informações pertinentes aos riscos causados por operações estruturadas que se encontram fora dos balanços.

Ainda segundo destaca o informe do FMI, os bancos centrais de todo mundo deveriam convergir para políticas, que durante a crise, serviram para melhorar o funcionamento dos mercados interbancários e a distribuição de liquidez. Assim, estas políticas deveriam abordar os seguintes aspectos:

- **Gama Mais Ampla de Garantias.** Para poder agir com agilidade, os bancos centrais devem adotar diversas formas de garantias, e talvez chegar a um acordo sobre garantias que possam depositar-se sobre múltiplos bancos centrais. Os bancos centrais devem adotar solidas políticas de garantias ao sistema financeiro de modo a evitar riscos excessivos de crédito e liquidez em seus próprios balanços;

- **Grupos de Contrapartes Diversas.** Durante períodos de expansão, os bancos centrais, deveriam formar diversos grupos de bancos de contraparte, que reúnam as condições necessárias para receber injeções de liquidez durante os períodos de crise, de modo a manter o funcionamento do sistema;

- **Melhor Coordenação entre os Supervisores Financeiros.** Os bancos centrais e outras organizações responsáveis por supervisionar as instituições financeiras deveriam estreitar seus laços e reforçar o intercâmbio de informações, de modo a antecipar-se melhor aos problemas relacionados à liquidez e solvência;

- **Responsabilidade no Exercício da Supervisão.** Os supervisores devem dispor de suficiente autoridade legal e recursos suficientes. E as atividades de supervisão e regulamentação de determinada instituição, deve concentrar-se nas mãos de uma mesma instituição, para evitar ambigüidade nas avaliações. Além do mais devem reforçar-se as trocas de informações a nível internacional destas organizações.

Em resumo, há vários aspectos que precisam de maior atenção por parte tanto do setor público, quanto dos agentes privados. Assim, em seu último informe datado de abril de 2009, o Fundo Monetário destaca que as perspectivas atuais ainda seguem excepcionalmente incertas. O principal desafio concerne no fato de que as políticas adotadas continuam sendo insuficientes para romper o círculo vicioso de repercussões negativas entre a deterioração das

condições fiscais e a debilidade das economias, particularmente tendo em vista o limitado respaldo público em relação à adoção destas políticas.

O FMI ainda ressalta que dentro de suas perspectivas, mesmo após o término desta crise, haverá um período de transição, com taxas de crescimento muito inferiores as observadas em anos recentes. Será necessário que se reduza a alavancagem do setor financeiro, o que implica em um menor crescimento dos níveis de crédito e uma maior escassez de financiamentos em relação ao observado nos últimos anos, sobretudo para as economias emergentes. Por outro lado, segundo o informe, haverá que se reduzir os déficits fiscais, justamente no momento em que há um envelhecimento acelerado da população em diversos países desenvolvidos. Todos estes fatores contribuem para um menor crescimento real e potencial das economias no médio prazo.

Assim, conforme destaca Vidotto (2008), como a crise não teve por epicentro o investimento das empresas, e sim o mercado de hipotecas residenciais, a perspectiva de uma crise seguida de depressão, ocorrer novamente, passou a depender de “*canais adicionais*”. Estes canais associam-se a profundidade alcançada pelo processo de securitização nos mercados financeiros.

Segundo ressalta Vidotto (2008, p.73), “essas duas características, ironicamente, têm motivado abordagens que procuram negar ou que obscurecem a centralidade que a instabilidade financeira tem desempenhado no desenvolvimento da crise atual. A análise do FMI (2008), [...], inclui-se entre as que têm procurado revitalizar um enfoque monetarista”. Outras análises avançam na direção de aspectos empíricos, mas comprometem a identificação do foco da instabilidade sistêmica.

A análise elaborada por Minsky identifica no centro da instabilidade da economia capitalista a estrutura financeira decorrente da decisão de investir. Conforme evidenciado por Vidotto (2008, p. 74 apud Minsky⁷, 1992, p. 4-5),

No mundo moderno, a análise das relações financeiras e suas implicações para o comportamento do sistema não podem se restringir à estrutura de passivos das empresas e dos fluxos de caixa envolvidos. Famílias (pela sua habilidade de endividar-se com cartões de crédito para compras de bens de consumo de alto valor como automóveis, pela compra de casas e por carregar ativos financeiros), governos (com suas amplas dívidas) e unidades internacionais (como um resultado da internacionalização das finanças) têm estruturas de passivos que podem ou não ser validadas pela performance corrente da economia.

⁷ MINSKY, H. P. “*The Financial Instability Hypotheses*”. Working Paper nº 74. The Levy Economics Institute of Bard College. Annandale-on-Hudson.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÕES

5.1 Considerações Finais

A crise financeira internacional, originada em meados de 2007 no mercado norte-americano de hipotecas de alto risco (*subprime*), adquiriu proporções tais que acabou por se transformar, após a falência do banco de investimentos Lehman Brothers, numa crise com claros contornos sistêmicos. Precisamos então reconhecer, a capacidade limitada da regulamentação e supervisão até então existentes, em controlar a qualidade dos créditos detidos pelo sistema bancário diante deste tipo de risco e do caráter inerentemente instável da atividade financeira.

Conforme destaca o presente trabalho, é necessário reconhecer um fator de cunho estrutural presente na raiz dos eventos recentes. A crescente desregulamentação financeira, que já havia mostrado seus efeitos devastadores para as economias emergentes em outros episódios, agora demonstra também seus efeitos para o mercado norte-americano e europeu. Os fatos que agora presenciamos, são frutos de duas décadas de globalização e securitização que, marcam o ápice do que conhecemos como “*mercados financeiros auto-regulados*”. A fragilização patrimonial e financeira postas em marcha no cerne da economia norte-americana ao longo deste período nos serve como confirmação a pertinência da hipótese da instabilidade financeira, desenvolvida por Minsky, como uma propriedade intrínseca as economias capitalistas.

A economia norte-americana vem apresentando, à quase uma década, déficits públicos e externos crescentes, além de uma supervisão bancária frouxa que, por fim, demonstrou-se falha, porém, diferentemente de como ocorreu com as economias emergentes, a crise nos Estados Unidos não foi detonada por uma fuga de capitais. Ela originou-se no centro de seu “eficiente” sistema financeiro, sendo a liberalização e desregulamentação da economia os responsáveis por espalhar-la a todos os cantos do mundo.

Agora, que os malefícios da desregulamentação e globalização financeiras alcançaram os países centrais o discurso oficial passa a ser outro, o problema constatado não é mais o da má gestão macroeconômica dos quais sofriam os países periféricos atingidos por diversas

crises num passado recente. O problema agora passa a ser a má gestão dos modelos de regulamentação existente. Tanto os governos dos EUA, quanto dos países europeus clamam por uma maior regulamentação dos mercados. Juntamente ao FMI, estes países agora destacam a necessidade de reformas na arquitetura do sistema financeiro internacional.

Não restam dúvidas, porém, de que a atual crise financeira internacional nos deixa claro, que os mercados não são eficientes e que, portanto, é necessária a mão visível do Estado para assegurar a “funcionalidade” da mão invisível do mercado. Cabe assim ao setor público o papel de reativar a economia, através de gastos com contratação de mão-de-obra, a fim de tocar obras públicas, transferindo assim renda àqueles que têm alta propensão a gastar, os cidadãos de baixa renda.

Por fim, cabe ressaltar que a comparação crítica entre as distintas abordagens teóricas que se apresentam, estão amplamente associadas à agenda prática das políticas econômicas adotadas. A crise financeira pela qual estamos passando levou a economia dos Estados Unidos à beira de uma profunda depressão, com reflexos sobre a atividade econômica em todas as partes do mundo, e uma das principais questões pendentes até o momento nesta crise é o conteúdo das novas propostas de regulamentação dos mercados financeiros. Então, o reconhecimento, ou não, do caráter essencialmente instável dos mercados financeiros e de toda a economia constitui-se no principal ponto a ser levado em consideração pelas propostas em debate.

5.2 Recomendações

As transformações recentes pelas quais passaram os sistemas financeiros ao longo dos últimos anos, nos evidenciaram o lado ruim da crescente desregulamentação e globalização financeiras, os traços evidenciados pela crise que o mundo está passando neste momento deixou claro a necessidade de uma maior regulamentação das diversas instituições participantes do mercado. É necessário, assim, que sejam elaboradas diversas propostas de reforma do sistema financeiro internacional. Cabe então aos governos, e não a agentes privados, a criação de normas e regulamentações que possam blindar a economia de novas ameaças sistêmicas. Para que isto ocorra é necessário um movimento global pela consolidação

das agências de regulamentação financeira espalhadas ao redor do mundo, assim como a adoção de regras de prudência internacionais.

Portanto recomenda-se que os governos dos diversos países adotem medidas políticas conjuntas de combate a desregulamentação do sistema financeiro, contribuindo assim para uma gestão mais transparente dos mercados. Além de buscar maneiras de atacar diretamente as causas (mecanismos) que levaram a crise tomar contornos sistêmicos tão rapidamente, e não apenas procurar soluções as conseqüências que esta trouxe ao sistema.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BELLUZZO, L. G. *“A Reforma Financeira Internacional”*. *Carta Capital*, 10 de Outubro de 2009. Disponível em: <<http://www.cartacapital.com.br>>.

BOUGHTON J. M. *“Un Nuevo Bretton Woods”*. *Finanzas & Desarrollo*, Washington, DC, v.46, n.1, p. 44-46, mar. 2009. Disponível em: <<http://www.imf.org/fandd>>.

CAGNIN, R. F. *“Inovações Financeiras e Institucionais do Sistema de Financiamento Residencial Americano”*. *Revista de Economia Política*, São Paulo, vol. 29, nº 3 (115), p. 256-273, jul./set. 2009.

CANUTO, O. *“Mobilidade de Capital e Equilíbrio de Portfólios”*. In: FILHO, Fernando. F.; PAULA, Luiz F. de; (Orgs.). *Globalização Financeira: Ensaio de Macroeconomia Aberta*. Petrópolis, RJ: Vozes, 2004. p. 106-176.

CARVALHO, F. J. C. de. *“Keynes e a globalização financeira”*. In: SICSÚ, João, VIDOTTO, Carlos (Orgs.). *Economia do Desenvolvimento: Teoria e Políticas Keynesianas*. São Paulo: Campus/Elsevier, 2008. p. 14-27.

_____, *“Sobre a Preferência pela Liquidez dos Bancos”*. In: PAULA, Luiz F. de; OREIRO, José L. (Orgs.). *Sistema Financeiro: Uma Análise do Setor Bancário*. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2007. p. 03-22.

CINTRA, M. A. M.; CAGNIN, R. F. *“Evolução da Estrutura e da Dinâmica das Finanças Norte-Americanas”*. *Econômica*. Rio de Janeiro, v 9, nº1, p. 89-131, jun.2007.

CONTADOR, C. R. *“A Importância da Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”*. In: Keynes, J. M. *A Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda*. São Paulo: Atlas, 1982. p. 11-20.

DODD, R.; MILLS P. *“El Flagelo de las Hipotecas de Alto Riesgo”*. *Finanzas & Desarrollo*, Washington, DC, v.45, n.2, p. 14-18, jun. 2008. Disponível em: <<http://www.imf.org/fandd>>.

FARHI, M.; CINTRA, M. A. M. *“A Arquitetura do Sistema Financeiro Internacional Contemporâneo”*. *Revista de Economia Política*, São Paulo, vol. 29, nº 3 (115), p. 274-294, jul./set. 2009.

FMI – Fundo Monetário Internacional. *“Global Financial Stability Report”*. Washington, DC: International Monetary Fund, out. 2007b. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

_____. *“Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial”*. Washington, DC: International Monetary Fund, out. 2008b. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

_____. **“Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial”**. Washington, DC: International Monetary Fund, abr. 2009a. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

_____. **“Perspectivas de la Economía Mundial”**. Washington, DC: International Monetary Fund, out. 2008b. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

_____. **“Perspectivas de la Economía Mundial”**. Washington, DC: International Monetary Fund, abr. 2009a. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

FERREIRA, T. T.; PENIN, G. **“A Crise Imobiliária Norte-Americana sob a Ótica de Hyman Minsky”**. São Paulo, Outubro 2007. Disponível em: <http://www.fipe.org.br/publicacoes/downloads/bif/2007/10_25-29-ferr.pdf>.

FREITAS, M. C. P. de; CINTRA, M. A. M. **“Inflação e Deflação de Ativos a Partir do Mercado Imobiliário Americano”**. *Revista de Economia Política*, São Paulo, vol. 28, nº 3 (111), p. 414-433, jul./set. 2008.

GIL, A. C. **“Como elaborar projetos de pesquisa”**. São Paulo: Atlas, 2002. pág. 41-45.

HERMANN, J. **“Da Liberalização a Crise Financeira Norte-Americana: A Morte Anunciada Chega ao Paraíso”**. In: Associação Keynesiana Brasileira. *Dossiê da Crise*. 2008. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb>>.

JUNIOR, G. R. B.; FILHO, E. T. T. **“Analisando a Crise do Subprime”**. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 129-159, dez. 2008.

KEYNES, J. M. **“A Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda”**. São Paulo: Atlas, 1982. Publicação original: *The general theory of employment, interest and money*. Londres: Macmillan, 1936.

KRUGMAN, P. R. **“A Crise de 2008 e a Economia da Depressão”**. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2009.

_____, **“Como Puderam os Economistas Errar Tanto?”**. *Folha de São Paulo*, 06 de Setembro de 2009. Disponível em: <<http://clippingmp.planejamento.gov.br/cadastros/noticias/2009/9/6/como-puderam-os-economistas-errar-tanto/?searchterm=juros%20Fed%20Crise>>.

LOURENÇO, A. L. C. **“O Pensamento de Hyman P. Minsky: Alterações de Percurso e Atualidade”**. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2005/artigos/A05A009.pdf>>.

PISANI-FERRY, J.; SANTOS, I. **“Tranformación de la Economía Mundial”**. *Finanzas & Desarrollo*, Washington, DC, v.46, n.1, p. 8-12, mar. 2009. Disponível em: <<http://www.imf.org/fandd>>.

STUDART, R. **“O Sistema Financeiro e o Financiamento do Crescimento: Uma Alternativa Pós-Keynesiana à Visão Convencional”**. In: SICSÚ, J.; PAULA, L. F.; LIMA,

G. T. (Orgs.). *Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, 1999. p. 151-170.

_____, **“Financiamento do Desenvolvimento”**. In: GIAMBIAGI F.; [et al.] (Orgs.). *Economia Brasileira Contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2005. p. 335-354.

VIDOTTO, C. **“O Espectro de Keynes Ronda a América: Hipotecas, Securitização e Crise Financeira nos Estados Unidos”**. In: SICSÚ, João, VIDOTTO, Carlos (Orgs.). *Economia do Desenvolvimento: Teoria e Políticas Keynesianas*. São Paulo: Campus/Elsevier, 2008. p. 46-75.