



---

# INSTABILIDADE, DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA E A CRISE DO SISTEMA NORTE- AMERICANO

---

*uma análise a partir de Minsky*

JANYPHER MARCELA INÁCIO SOARES

JANYPHER MARCELA INÁCIO SOARES

---

**INSTABILIDADE,  
DESREGULAMENTAÇÃO  
FINANCEIRA E A CRISE DO  
SISTEMA FINANCEIRO  
NORTE-AMERICANO**

---

uma análise a partir de Minsky

IS3 SOLUÇÕES  
2019

**Editor**

Gustavo Lima, Soares

**Capa e Diagramação**

Gustavo Lima, Soares

**Projeto Gráfico**

IS3 Soluções

**ISBN**

978-65-80691-00-5

**Nota editorial**

Muito zelo e técnica foram empregados na edição desta obra. No entanto, podem ocorrer erros de digitação, impressão ou dúvida conceitual. Em qualquer hipótese, por gentileza contatar nossa central de atendimento. Nem a editora, nem o autor assumem qualquer responsabilidade por eventuais danos ou perdas a pessoas ou bens, originados desta publicação.

**Nota da autora**

Esta obra é fruto do Trabalho de Conclusão de Curso de Graduação em Ciências Econômicas.

---

Central de Atendimento - contato@escolademercado.com.br  
site: www.escolademercado.com.br

**Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)**

Agência Brasileira do ISBN - Bibliotecária Priscila Pena Machado CRB-7/6971

S676 Soares, Janypher Marcela Inácio.

Instabilidade, desregulamentação financeira e a crise do sistema financeiro norte-americano : uma análise a partir de Minsky [recurso eletrônico] / Janypher Marcela Inácio Soares. — São José : IS3, 2019.

Dados eletrônicos (pdf).

Inclui bibliografia.

ISBN 978-65-80691-00-5

1. Estabilização econômica - Estados Unidos.
2. Economia - Crise financeira.
3. Estados Unidos - Política econômica. I. Título.

CDD 339.5

“Confie no Senhor de todo o coração  
e não se apóie na sua própria inteligência.  
Lembre de Deus em tudo o que fizer,  
e Ele lhe mostrará o caminho certo”.  
(Provérbios. 3. 5-6)

# SUMÁRIO

CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO	6
CAPÍTULO 2 - HIPÓTESE DE INSTABILIDADE FINANCEIRA	9
ESTRUTURAS DE FINANCIAMENTO	14
SISTEMA FINANCEIROCA	17
CAPÍTULO 3 - SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL: EVOLUÇÃO HISTÓRICA	21
O PADRÃO OURO	23
O PERÍODO ENTRE GUERRAS (1918-1939)	24
O SISTEMA BRETTON WOODS	30
O SISTEMA DE CÂMBIO FLUTUANTE	40
CAPÍTULO 4 - DA DESREGULAMENTAÇÃO À GLOBALIZAÇÃO	52
PROCESSO DE DESREGULAMENTAÇÃO NO SISTEMA FINANCEIRO DOS EUA	53
DESINTERMEDIÇÃO FINANCEIRA E SECURITIZAÇÃO	57
INOVAÇÕES FINANCEIRAS	66
GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA	73
CAPÍTULO 5 - DA DESREGULAMENTAÇÃO À CRISE	75
FORMAÇÃO E DESREGULAMENTAÇÃO DO MERCADO IMOBILIÁRIO NORTE-AMERICANO	81
A SECURITIZAÇÃO DO MERCADO DE HIPOTECAS	89
A EUFORIA DO MERCADO SUBPRIME	91
A CRISE DO SUBPRIME	98
A INTERVENÇÃO ESTATAL E A FALÊNCIA DOS BANCOS	105
CAPÍTULO 6 - CONSIDERAÇÕES ACERCA DA INSTABILIDADE E DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA NORTE-AMERICANA	116
REFERÊNCIAS	121

---

## **CAPÍTULO 1**

---

### Introdução

Falência de importantes bancos, queda das bolsas de valores, anúncios de elevação dos índices de desemprego, indústrias fechando, tudo isso era apenas o começo de uma crise no sistema financeiro norte-americano.

Em 2007, o banco de investimento Lehman Brothers declara falência, o Citibank anuncia que, apenas no último trimestre de 2007, havia sofrido perdas equivalentes a quase 10 bilhões e o JPMorgan anuncia um prejuízo de 1,3 bilhão (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 65).

Esses graves problemas financeiros enfrentados pelos bancos serviram como anúncio aos agentes financeiros quanto à situação do sistema financeiro norte-americano.

Essa crise financeira caracteriza-se não apenas por ter sido iniciada nos Estados Unidos, mas também por ocorrer dentro de um mundo financeiramente globalizado. Assim, a crise alastrou-se rapidamente para outros países. No início de 2008, as bolsas despencaram: 7,2% em Frankfurt, 6,3% em Paris, 5,5% em Londres, 6,6% em São Paulo, 5,4% no México, 5,1% em Xangai e 3,9% em Tóquio. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 66).

A crise financeira surpreendeu também pela velocidade com que atingiu o setor produtivo de todos os países. Desde o começo da crise, em 2007, até junho de 2008, segundo dados da OCDE, cerca de 15 milhões de pessoas ficaram desempregadas. A taxa de desemprego conjunta, nos países pelos quais esta é formada, passou de 5,6% em 2007 para 8,3% em junho de 2009. Destes, 37%, se considerarem pobres, o que acaba desencadeando problemas sociais num âmbito internacional.

Em maio de 2009 a Europa ainda apresentava dados alarmantes: França, Itália e Alemanha divulgaram forte queda na atividade econômica, acompanhada de números recordes. Na zona do euro, estatísticas oficiais do primeiro trimestre de 2009, divulgadas pelo Financial Times, demonstra um recuo de 2,5% de seu PIB em relação ao trimestre anterior e de 4,6% sobre igual período de 2008. É a baixa mais acentuada para um trimestre no bloco desde 1995.

A rapidez da propagação da crise financeira para outros países mostra a fragilidade do atual sistema financeiro internacional, marcado pela crescente globalização. De fato, a globalização financeira é uma das características mais marcantes do atual arranjo financeiro internacional.

A crise subprime, no entanto, mostra que o funcionamento do sistema financeiro norte-americano possui outras características do atual arranjo financeiro internacional. O sistema financeiro internacional, pós-

Bretton Woods, é marcado não apenas pela globalização financeira, mas também pela desregulamentação financeira, pela desintermediação financeira e pelo surgimento de novos produtos financeiros. Todas essas características estavam presentes na crise subprime do sistema financeiro norte-americano.

Neste sentido, neste livro vamos descrever a evolução do Sistema Financeiro Internacional demonstrando seu desenvolvimento até o seu desenho atual, baseado na desregulamentação, securitização e novos produtos financeiros.

Demonstraremos o desenho do Sistema Financeiro dos Estados Unidos e especificamente o funcionamento do setor imobiliário, e por fim demonstraremos, com base na teoria de Minsky, de que maneira a desregulamentação financeira criou as condições de euforia que possibilitaram o surgimento da crise financeira que tem início em 2008.

---

## **CAPÍTULO 2**

---

### Hipótese de Instabilidade Financeira

Argumenta-se, nessa monografia que, se por um lado, a crise subprime reflete as características do funcionamento do sistema financeiro internacional atual, por outro lado, a argumentação teórica do trabalho está baseada na idéia da endogeneidade da crise financeira, desenvolvida por Minsky.

É fato que este autor possui um trabalho muito mais amplo, porém o foco desenvolvido nesta monografia será o dos fundamentos da hipótese de instabilidade financeira – HIF.

Minsky aborda de maneira mais profunda alguns pontos já existentes no trabalho de Keynes, faz isto objetivando analisar a dinâmica da economia capitalista moderna, pois para Minsky, Keynes não possui uma teoria articulada do ciclo do investimento pelo fato de não explicar de que maneira a estrutura passiva dos agentes econômicos evolui, ou seja, como suas dívidas aumentam, e como se dá à geração endógena de moeda-crédito e de outros substitutos da moeda. Pode-se dizer que Minsky baseia suas análises em Keynes aprofundando questões financeiras e a instabilidade do desenvolvimento capitalista.

O sistema teórico de Minsky foi construído baseado em uma economia que tinha no crédito bancário o fundamento para o sistema de financiamento. A partir dos anos 1980, contudo, devido à crescente desregulamentação do setor, o que se tem verificado é uma crescente obtenção de recursos via mercado de títulos. Esta forma de financiamento acaba por gerar endogenamente, fragilidade e instabilidade financeiras, pois uma maior liquidez individual, proporcionada pela securitização, encoraja os agentes a assumirem riscos maiores. Diz-se que a geração é endógena, pois os riscos estão intrínsecos ao funcionamento do sistema.

Estes títulos securitizados e os derivativos podem ser utilizados como instrumentos para especulação, pois a eventual queda no preço destes, resulta numa oscilação no preço do ativo-objeto. Levando assim uma variação do mercado financeiro para o mercado real, essa possibilidade é mais agravada, pois as operações com derivativos são operações alavancadas, nas quais os pagamentos devidos de uma parte à outra são feitos ao longo do contrato, ou no final da operação (dependendo do tipo de derivativo). E, se perdas substanciais acontecem, ativos podem ter que ser vendidos a fim de que se cubram as obrigações pendentes. (DEOS, 1998B).

De acordo com Minsky (1993, p. 21) os fundamentos de sua principal teoria, a Hipótese da Instabilidade Financeira, podem ser sintetizados em algumas afirmações. A primeira nos diz que “uma economia capitalista que opere

sem restrições e que possua um sistema financeiro sofisticado, complexo e em contínua evolução, apresenta períodos de estabilidade e períodos de comportamento turbulento e até mesmo caótico”, ou seja, a economia capitalista tende a passar por períodos tumultuados e isto é inerente ao sistema.

Minsky mostra, com base na incessante busca pela ampliação dos lucros individuais, visando apenas seu próprio interesse, os diversos agentes econômicos, quer sejam operacionais (empresas e famílias) ou financeiras (bancos), acabam, no longo prazo, induzindo a formação de condições para o caos e para a turbulência, apesar da situação econômica ser favorecida por uma estabilidade inicial.

O período turbulento pode assumir diversas formas, de acordo com Minsky (1993, p.21), “a forma de inflações interativas, bolhas especulativas ou profundas deflações de débitos inter-relacionadas”. Uma vez estabelecidas estas turbulências passam a ter movimento próprio. Neste momento de ápice, porém, começa a ocorrer à reversão. Restrições<sup>1</sup> aplicadas pelas próprias instituições envolvidas, por intervenções de política que tendem a afetar a estrutura institucional ou inclusive pelas propriedades de auto-organização dos mercados.

---

<sup>1</sup> Estas restrições ao qual o autor se refere, podem ser desde uma modificação na taxa de juros, até um racionamento do crédito, o objetivo destas é controlar o caos, para num segundo momento possibilitar o surgimento de um novo regime.

Segundo Deos (1998A), a teoria de Minsky relaciona a instabilidade financeira com o elevado grau de fragilidade da economia, trata de uma fragilidade fruto de um momento de expansão econômica, ou seja, na fase ascendente do ciclo. Esta fase é caracterizada por expectativas favoráveis (retorno esperado cada vez mais alto) e os riscos, de modo geral, subestimados, claramente a situação verificada nos últimos anos.

Na segunda fase do ciclo, com uma eventual reversão na tendência do crescimento do preço de ações e dos títulos, e uma queda no ritmo de atividade econômica levam empresas a uma situação que não há mais como atender às exigências de retorno de seus credores, tanto no que diz respeito ao pagamento de dividendos quanto no que diz respeito à valorização no preço das ações. Esta é a expressão da fragilidade crescente nessa economia. Vale ressaltar que a tendência de alta no preço desses papéis, desencadeada na fase ascendente do ciclo econômico, ganha força a partir de determinado período, auto-alimentando-se pelos ganhos de capital. Esta se descola do valor real do título ou da ação.

Segundo Minsky (1993, p. 22), a hipótese de instabilidade financeira conduz à conclusão que intervenções de política econômica são capazes, portanto, de impedir ou conter estes impulsos endogenamente gerados em direção à incoerência.

Para Minsky apud Mollo (1988) “nenhuma teoria do comportamento de uma economia capitalista tem mérito, se

explica à instabilidade como resultado seja de erros exógenos de política, seja de distorções institucionais que podem ser prontamente corrigidas”. Pelo contrário, “uma economia capitalista é instável devido a forças endógenas que refletem o processo de financiamento”.

Controlado o período turbulento, surgirá então um novo regime, este tenderá a ser predominantemente marcado pelos baixos níveis de atividade econômica devido às condições econômico-financeiras resultante do caos. Num momento seguinte, novamente o aumento dos interesses próprios dos agentes econômicos fará com que a economia se acelere e se expanda. Após a retomada do crescimento econômico, ocorreram baixas taxas de inflação, expansão infundada e especulação, o que, no longo prazo, irá guiar o sistema até um novo momento de expansões infundadas e contrações muito expressivas.

Como resultado da elevação da proporção das finanças especulativas e Ponzi durante a ascensão do ciclo, desenvolve-se uma crescente fragilidade financeira, de forma que acontecimentos inesperados podem resultar em sérias dificuldades financeiras. Isso quer dizer que, depois que a fragilização financeira alcança níveis elevados, círculos viciosos se instalam indo à direção oposta. “A crise, portanto é causada por choques inesperados, que se desenvolvem num contexto em que os agentes econômicos se encontram financeiramente vulneráveis” (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 11).

---

## ESTRUTURAS DE FINANCIAMENTO

---

Já vimos que a aparente estabilidade e a elevação das expectativas de longo prazo induzem os agentes econômicos a aumentarem seu grau de endividamento, ou seja, o cenário favorável faz com que as pessoas e firmas gastem mais, invistam mais. Sobre este aspecto Minsky analisou o posicionamento destes frente à postura de financiamento adotada, classificando-os em três diferentes estruturas, posturas de tipo Hedge, Especulativa e Ponzi. Segundo Deos (1998A) Minsky faz isso com base em um objetivo principal, analisar a fragilidade financeira resultante da necessidade de financiamento externo a partir dos fluxos de caixas e não dos seus portfólios, ou seja, ele está visando verificar o resultado final dos períodos e não analisar o que compõe o portfólio dos agentes.

Inicialmente trabalharemos a estrutura hedge, pode-se dizer que esta é a mais prudente das três estruturas. Ao adotar essa postura de financiamento o agente econômico terá um rendimento futuro dos ativos suficiente para pagar suas obrigações financeiras, em outras palavras, as receitas futuras serão maiores que os pagamentos a serem realizados. Os recursos gerados serão capazes de pagar tanto a

amortização dos financiamentos quanto os juros incidentes sob o capital emprestado.

Como Minsky analisa os fluxos de caixas para obter suas conclusões quanto à postura de financiamento presente nos agentes econômicos, pode-se dizer que essa análise é periódica. Assim sendo, podem ocorrer períodos em que uma empresa de postura hedge não consegue obter rendimentos maiores que seus compromissos ou obrigações financeiras. Quando isto ocorre por alguns períodos essa passa a ter uma postura dita especulativa, pois esta não possui receita suficiente para garantir suas saídas monetárias. Em outras palavras, ela possui recursos para pagar os juros resultantes da dívida, porém não é capaz de amortizá-la. Desta maneira, ela terá que refinarçar sua dívida.

A terceira postura financeira, a Ponzi, é caracterizada por agentes que possuem um retorno esperado dos investimentos menor que o necessário para o pagamento das obrigações geradas por este investimento, não sendo possível nem os pagamentos dos juros do financiamento e muito menos da amortização. Estas necessitam de refinanciamento para o pagamento de ambas as dívidas, desta maneira os juros e o principal da dívida são capitalizados a fim de um pagamento futuro.

Segundo Carvalho et al (2000, p. 399):

[...] nos períodos de crescimento com base em investimento, os riscos percebidos de default e de liquidez tendem a crescer

simultaneamente: a carteira de tomadores de recursos dos bancos tende a se ampliar (o que implica a incorporação de novos clientes, com risco percebido maior), enquanto que a relação entre ativos líquidos totais e empréstimos diminui (e como estes empréstimos são financiados através de expansão de depósitos de curto prazo, o descasamento de vencimentos de ativos e passivos bancários aumenta). Na medida em que se amplia a percepção dos riscos totais, os bancos tendem a se tornar mais conservadores para um dado estado de expectativas, tornando-se mais seletivos em relação aos créditos, buscando aumentar os requisitos em termos de garantias e o spread de juros em suas operações. (grifos do autor).

A passagem de uma postura para outra, se dá na fase de crescimento econômico, onde as expectativas são favoráveis, gera-se um cenário de excesso de confiança, fazendo com que os agentes econômicos adotem posturas menos conservadoras, reduzindo sua liquidez e aumentando a parcela de investimento financiado externamente. Segundo Deos (1998B), num primeiro momento, associasse o crescimento econômico a taxas de juros estáveis e de modo geral baixas, pois o risco do investimento é baixo. Já num segundo momento, há o aumento do desejo de investir por parte dos agentes econômicos, ou seja, a demanda por crédito aumenta. Como reação a este aumento eminente do grau de endividamento dos agentes, a tendência é de uma elevação da taxa de juros, pois o risco dos investimentos tende a ser maior; a recompensa por este risco, expressa na taxa de juros, aumenta.

---

## SISTEMA FINANCEIRO

---

Na visão ortodoxa, formada a partir da síntese neoclássica, o Sistema Financeiro é visto como sendo uma rede de mercados e instituições cuja função é transferir os fundos disponíveis dos poupadores, os seja, aqueles cuja renda é maior do que seus gastos, para investidores, ou seja, aqueles cujas oportunidades de gastos são maiores do que sua renda. Esta visão assume que o financiamento do investimento pressupõe uma poupança prévia. (HILLBRECHT, 1999). Assim, de acordo com Studart (1999, p.154), “a funcionalidade do mercado financeiro se baliza pela alocação eficiente de recursos poupados, entre diversas oportunidades de investimento produtivo enquanto o volume desses recursos (e, portanto, do investimento e do crescimento) é determinado fora do sistema”.

O sistema financeiro internacional é uma rede muito densa de instituições sociais econômicas e financeiras. Segundo a visão pós-keynesiana, este representa um complexo de mercados financeiros, “as inter-relações entre eles e os regulamentos e regras de intervenção do poder público na organização e supervisão das operações” (CARVALHO et al 2000, p. 249).

Os sistemas financeiros, de acordo com Carvalho et al (2000), têm por principal objetivo satisfazer as seguintes necessidades: suprir a demanda por recursos dos agentes deficitários canalizando o recurso dos superavitários para este fim, ou seja, encaminhar os recursos poupados por parte dos agentes econômicos, para aqueles que possuem uma demanda por estes recursos; permitir que o sistema de pagamentos da economia funcione, pois este organiza e dá funcionalidade ao mesmo; satisfazer a demanda de acumulação de riqueza dos agentes superavitários por meio da criação de ativos de acordo com o perfil e o volume demandado.

Como supridor de liquidez, as instituições financeiras atuam como intermediadoras de recursos entre agentes superavitários e deficitários, já como criadores de crédito eles proporcionam créditos de curto prazo para financiamento de gastos autônomos, quer sejam eles de investimento (finance) ou de consumo (crédito direto ao consumidor).

O sistema financeiro baseia seu funcionamento em dois tipos de financiamento, o indireto e o direto. No primeiro, indireto, ocorre que os poupadores não possuem uma relação

direta com os tomadores, mas sim com os intermediários financeiros<sup>2</sup>.

Dentre as vantagens deste processo temos que os custos de transação (tempo e dinheiro gastos na negociação dos ativos) são menores, pois os intermediários, também chamados por alguns autores<sup>3</sup> de instituições financeiras, beneficiam-se da utilização de economias de escala<sup>4</sup> para reduzir os custos. Outra vantagem é que há a redução da assimetria de informação, visto que o conhecimento quanto ao risco se compararmos o tomador com o prestador é bem diferente, e na relação com a instituição financeira este conhecimento passa a ser maior, pois esta dispõe de meios para verificar a qualidade financeira do tomador de crédito (HILLBRECHT, 1999).

O segundo tipo de financiamento é o direto, onde o poupador transfere diretamente para o investido seus recursos, de modo geral a transferência ocorre via aquisição de ações e de títulos. Em troca, o poupador recebe

---

<sup>2</sup> Segundo Carvalho et al (2000, pp. 274-290) estes podem ser bancários e não bancários. Os intermediários bancários são formados por bancos comerciais, de investimento, de poupança, cooperativas de crédito, corretoras e distribuidoras de valores. Os não bancários são formados pelas companhias de seguros e as demais empresas que exercem funções financeiras, porém mantêm uma identidade específica, desta maneira evitam as restrições impostas via regulamentação e a supervisão por parte das autoridades frente as suas atividades.

<sup>3</sup> Assaf Neto (2009) é um deles.

<sup>4</sup> Segundo Pindyck & Rubinfeld (2006, p. 201) o conceito de economia de escala nos remete ao fato de que “à medida que o produto cresce o custo de produção médio tende a cair, pelo menos até certo ponto”, em outras palavras, através da economia de escala “pode-se dobrar o produto que o custo não chega a dobrar”.

instrumentos financeiros, conhecidos como securities, estes se tornam “promessas de pagamento futuro baseadas na renda futura ou nos ativos do tomador do empréstimo” (HILLBRECHT 1999, p. 20).

Existem instituições e normas específicas, que regulam e controlam a atividade dentro do Sistema Financeiro, de tal maneira que a regulamentação e as limitações do Sistema Financeiro variam de acordo com o país. (Carvalho et al. 2000, p. 293). Basicamente podemos dizer que o Sistema Financeiro Internacional é composto pela oferta financeira, os conglomerados, e também, pela demanda.

Conclui-se que, dentro da abordagem pós-keynesiana, o funcionamento, assim como a funcionalidade do sistema financeiro nas economias, é visto como forma de alternativa, uma vez que o investimento é considerado como variável causal da determinação da demanda efetiva, e deste modo do nível de renda e poupança. Desta maneira o sistema financeiro tem um papel no crescimento econômico que vai além da simples alocação de recursos poupados (STUDART, 1999, p. 165-6).

---

## **CAPÍTULO 3**

---

### **SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL: EVOLUÇÃO HISTÓRICA**

Grande parte das diferenças existentes entre os sistemas financeiros dos diversos países diz respeito à ação de legisladores e reguladores, que tem por objetivo limitar e até inibir as escolhas dos agentes privados. Nos últimos tempos, no entanto, desenvolveu-se, de maneira espontânea, um sistema fora da ação reguladora nacional, o chamado sistema financeiro internacional. Este sistema, diferentemente do sistema financeiro nacional, não possui “instituições reguladoras dotadas de poderes abrangentes de regulação e uniformização estrutural”. É fato que existem instituições influentes, como é o caso do Fundo Monetário Internacional – FMI, porém, estas restrições regulatórias emanam de uma espécie de “aceitação voluntária de regras”, num âmbito geral há um consenso entre as nações (CARVALHO et al. 2000, p. 314).

A fim de entender o atual funcionamento do sistema financeiro dos Estados Unidos, faz-se necessário, portanto, situá-lo dentro dessas transformações recentes que ocorreram no sistema financeiro internacional. Explicando também como o sistema financeiro dos Estados Unidos reflete

o funcionamento do sistema financeiro internacional. O objetivo deste capítulo é analisar a evolução do Sistema Financeiro Internacional, de forma a explicar suas características atuais.

Segundo Eichengreen (2000, p. 23), “o sistema monetário internacional é a cola que mantém ligadas as economias dos diferentes países”. Historicamente, a evolução do Sistema Financeiro Internacional - SFI, pode ser entendida através da análise dos seguintes períodos: o padrão ouro (1870-1914), o período entre guerras (1918-1939), os anos posteriores à Segunda Guerra Mundial - período este sob o acordo de Bretton Woods (1946-1973) - e o período de adoção do câmbio flutuante.

Pode-se dizer que o desenvolvimento do sistema financeiro internacional é fundamentado no processo histórico, nas situações encontradas pelos países em determinado momento e no desejo dos governantes em realizar reformas. Todo este cenário não surge de modo isolado, mas é resultante de situações e decisões passadas, que se refletirão, de modo geral, num futuro não muito distante. Segundo Eichengreen (2000, p. 27) a atual situação do SFI não pode ser compreendida adequadamente “sem uma apreciação de sua evolução histórica”.

O alvo deste capítulo é o sistema financeiro internacional. Com intuito de melhorar a compreensão do tema, primeiro analisaremos o padrão outro, logo depois o

período entre guerras até que cheguemos a criação do sistema Bretton-Woods e a atualidade do câmbio flutuante.

---

## O PADRÃO OURO

---

Brevemente, pode-se dizer que o padrão-ouro significou a utilização, por parte da maioria dos principais países comerciais do final do século XIX, de um regime cambial fixo. Os países que aceitaram o padrão ouro, não só se comprometeram em fixar o valor de sua moeda em relação a uma determinada quantidade de ouro, como também em realizar políticas monetárias, de compra e venda de ouro, de modo a preservar a paridade definida. Assim, a principal responsabilidade de um banco central era manter a paridade oficial entre sua moeda e o ouro. Para tal, este precisava ter um estoque suficiente de reservas em ouro. Dessa forma, eles tentavam evitar eram grandes flutuações no balanço de pagamentos.

Pela lógica do funcionamento do padrão ouro, quando um país apresentasse déficit de pagamentos e começasse a perder ouro, o banco central deste deveria intervir visando acelerar o processo de ajuste do meio circulante. Isto se verificou no ápice dos ciclos econômicos, pois as saídas de ouro ameaçavam colocar sob tensão o Balanço de

Pagamentos. Como resultado, os Bancos Centrais elevavam a taxa de redesconto<sup>5</sup>.

A pressão realizada pelo banco central ao reduzir o meio circulante, força os preços para baixo, de forma que o aumento da competitividade dos produtos domésticos elevava as expectativas, eliminando o déficit externo.

Inicialmente apenas a Grã-Bretanha adotou o padrão-ouro, mas após a década de 1870, outros países a seguiram. De fato, considerando que a Grã-Bretanha se tornou a maior potência econômica do mundo, devido à industrialização, ela passou a ser também a principal fonte de financiamentos externos. Este fator foi extremamente importante, pois deu embasamento sólido para que aqueles países, que pretendiam comercializar ou importar capitais da Grã-Bretanha, adotassem o padrão ouro também.

O fato de a Grã Bretanha ser o centro capitalista da época fez com que esta também se tornasse o centro do sistema monetário internacional, baseado no padrão ouro. De fato, o padrão-ouro clássico foi à expressão da hegemonia inglesa entre o final do século XIX e a Primeira Guerra Mundial (BELLUZZO, 1997).

O padrão-ouro durou de 1870 até 1914, e, durante este período, foi responsável pela prosperidade do comércio

---

<sup>5</sup> “Os bancos e outros intermediários financeiros emprestavam dinheiro a comerciantes por sessenta ou noventa dias. O banco central podia adiantar esse dinheiro ao banco imediatamente, em troca da posse do título assinado pelo comerciante e do pagamento dos juros. O adiantamento do dinheiro era resultado da operação denominada ‘redescontar o título’; os juros cobrados eram a taxa de redesconto” (EICHENGREEN, 2000 p.53-4).

internacional. Através do regime de câmbio fixo, no qual as moedas dos diversos países eram convertidas a uma taxa de câmbio pré-fixada. Eliminavam-se assim, as dúvidas relacionadas às flutuações do câmbio. Além disso, outro ponto muito importante para a ampliação do comércio internacional da época, foi a “liberdade para transações com o resto do mundo e particularmente para a exportação privada de ouro”. (CARVALHO et al 2000, p. 414).

O declínio da estabilidade do padrão ouro ocorreu devido a vários fatores. Primeiramente, deve-se destacar a redução nas descobertas de ouro, na década de 1890. De fato, pelo crescimento da economia mundial da época, e o conseqüente aumento das trocas internacionais necessitavam-se de cada vez mais moedas, que, por sua vez, deveriam ser lastreadas em ouro. A diminuição das reservas de ouro ameaçava a expansão econômica.

Outro fator que contribuiu para o declínio do padrão ouro foi o crescimento econômico dos Estados Unidos. Mesmo com uma estrutura econômica predominantemente agrícola, no final do século XIX, eles já se apresentavam como a maior economia do mundo. Assim, com o crescimento da economia, a demanda por cédulas e moedas aumentava. Seu sistema bancário era, no entanto, muito incipiente e muito menor que o da Grã-Bretanha. De tal forma que, ocorria, regularmente, esgotamento na reserva bancária, pois os bancos norte

americanos tentavam atender a demanda por crédito de sua população.

Como a demanda por moeda da população era maior que a capacidade dos bancos investidores norte-americanos, temendo a solvência dos bancos, buscavam a liquidez proporcionada pelo ouro. Este ouro por sua vez, vinha da Grã-Bretanha e do Canadá. O aumento da demanda por ouro, por parte dos investidores norte-americanos, pressionava os sistemas financeiros destes dois países, colocando assim a capacidade de provisão de ouro por parte dos bancos à prova (EICHENGREEN, 2000, p. 71-3).

Simultaneamente a este contexto, tinha-se a situação política mundial, interna e externa, que também não era favorável à continuidade do padrão ouro. A ampliação dos direitos de cidadania e o surgimento de partidos políticos operários fizeram com que a possibilidade de contestação à política das autoridades monetárias, que atribuíam prioridade exclusiva à conversibilidade, tornasse-se algo presente. A crescente percepção do desemprego e as contradições entre equilíbrio interno e externo deram “cunho político às diretrizes monetárias”. Outro agravante foi o crescimento das tensões militares entre a Alemanha, França e Grã-Bretanha depois da partilha da África, que minaram a base da cooperação financeira, que era a solidariedade. (EICHENGREEN, 2000, p. 73-4).

---

## O PERÍODO ENTRE GUERRAS (1918-1939)

---

O período entre guerras compreende o intervalo de 1918 a 1939, e foi marcado pela suspensão do padrão ouro. O ouro havia se tornado um recurso fundamental para a aquisição dos suprimentos, principalmente no exterior, necessários para sustentar “a máquina bélica”. Assim, governos ordenaram a publicação de leis que proibiram as exportações de ouro, a menos que fosse concedida uma licença, esta raramente era fornecida (EICHENGREEN, 2000, p. 76-7).

Mas o fato fundamental para o fim do padrão ouro foi que a fim de obter recursos para a guerra, os governos financiaram-se, num primeiro momento, via impostos e emissão de bônus governamentais. Quando estes recursos se tornaram insuficientes, o lastreamento em ouro ou divisas estrangeiras foi suspenso, possibilitando a emissão de moeda sem lastro. Esta moeda sem lastro, chamada de moeda fiat, ou fiduciária<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Para Sandroni (1999, p. 407) a emissão de moeda fiduciária iniciou-se da observação, por parte dos emissores de moeda, que os recibos dos depósitos que circulavam, demoravam um certo tempo para serem resgatados. Então os banqueiros passaram a emitir por sua conta recibos em maior quantidade que os depósitos de ouro recebidos em seus cofres. O valor desses recibos, ou moedas de papel, dependia da confiança (fiducia, em latim) que o banco emissor tinha.

O processo de emissão sem controle resultou em grandes alterações nas taxas de câmbio, pois com os diversos volumes de emissão de moeda sem lastro em diferentes países, as paridades fundamentadas no ouro perderam o sentido.

A situação interna dos países no pós-guerra era muito diferente do período anterior à guerra. O avanço do sindicalismo, da burocratização dos mercados de trabalho, os direitos à cidadania, o crescimento dos partidos trabalhistas parlamentares e o crescimento dos investimentos sociais, tornava os governos muito mais vulneráveis às pressões populares. Dentro deste contexto, percebe-se que os fatores que sustentavam o padrão ouro no período pré-guerra, já haviam se esgotado no pós-guerra (EICHENGREEN, 2000).

No imediato pós Primeira Guerra, a necessidade de reconstrução de muitos países levou ao aumento dos gastos públicos, financiados através da emissão descontrolada de moeda. Como consequência ocorre o aumento dos preços e a elevação acelerada da inflação. Nesse cenário de hiperinflação, países como Áustria, Alemanha, Hungria e Polônia, restabeleceram a conversibilidade de suas moedas em ouro.

O final da década de 20, foi marcado pelo retorno à conversibilidade da moeda em ouro e pela estabilização das taxas de câmbio entre as moedas nacionais. O volume das reservas em ouro, no entanto, havia crescido pouco. Como agravante, o aumento das reservas monetárias mundiais em

ouro havia sido quase todo absorvido por apenas dois países, França e Alemanha. O resultado foi à ascensão da França a segundo mais importante repositório mundial de ouro monetário, ficando atrás apenas dos Estados Unidos. Em 1932, Estados Unidos e França detinham mais de 70% do ouro mundial e os demais países, sob o padrão ouro, que quisessem manter seus estoques de ouro adequados precisavam vender seus ativos domésticos (EICHENGREEN, 2000).

Com a crise de 1929 houve uma recessão. Uma série de medidas protecionistas foram adotada por diversos países. Um exemplo foi à tarifa Smoot-Hawley, imposta pelos Estados Unidos em 1930. Esta tarifa aumentava os impostos à importação e tinha por principal objetivo aumentar a demanda por bens nacionais visando estancar a elevação do desemprego nos Estados Unidos. A diminuição da importação norte-americana fez cair à demanda por bens importados, gerando uma queda na produção nos demais países, aumentando, por sua vez, o desemprego nestes outros países.

Como represália, os demais países adotaram medidas restritivas ao comércio externo. Além disso, grupos de países reuniram-se para estabelecer preferências para comercializar entre si. As políticas de comércio externo da época, pautadas pela busca da elevação do bem-estar doméstico as custas do prejuízo aos outros países ficou conhecida como “políticas do tipo empobreça seu vizinho”. Para solucionar o problema “equilíbrio externo x equilíbrio

interno”, vários países cortaram relações comerciais com o resto do mundo, por decreto, causando prejuízos mundiais, retardando assim o fim da recessão mundial. Ainda em 1939, havia países sofrendo com a recessão.

É fato que “a cooperação internacional ajudaria cada país a preservar seu equilíbrio externo e a estabilidade financeira sem sacrificar os objetivos da política economia interna. Reconhecer esse fato foi o ponto de partida para o sistema monetário internacional” que vigoraria no pós-guerra, o acordo de Bretton Woods (Krugman & Obstfeld, 2005, p. 407-8).

---

## O SISTEMA BRETTON WOODS

---

Mesmo durante o período de guerra, os representantes dos Estados Aliados preocupavam-se com a situação econômica mundial futura, no pós-guerra. Como haviam passado por um período de grande crise econômica (a recessão de 1929) e de hiperinflações desastrosas, estes visavam alcançar, através do planejamento econômico, um sistema monetário internacional que levasse ao pleno emprego e à estabilidade dos preços e, ao mesmo tempo, permitisse que os países obtivessem o equilíbrio externo sem imposição de restrições ao comércio internacional. Tinham

como objetivo central reconstruir o capitalismo em meio a Segunda Guerra Mundial.

A partir de 1940, no Reino Unido e de 1941 nos Estados Unidos, começou-se a planejar a construção da nova ordem monetária internacional do pós-guerra, uma vez que já estava claro o limite do funcionamento do sistema monetário internacional nos anos 20. Os acordos firmados entre esses dois países, “A Carta do Atlântico” (agosto de 1941) e o “Acordo de Ajuda Mútua” (fevereiro de 1942), foram os precursores do acordo de Bretton Woods. Por meio destes, os britânicos comprometiam-se a restaurar a conversibilidade da libra e aceitar o princípio da não-discriminação comercial, em contrapartida os Estados Unidos deveriam oferecer ajuda financeira e respeitar a prioridade que os britânicos atribuíam ao pleno emprego.

Ao longo dos debates envolvendo a construção de um novo sistema monetário internacional, merece destaque sugestões do consultor do ministro das Finanças britânico, John Maynard Keynes e do economista do Tesouro norte-americano, Harry Dexter White (EICHENGREEN, 2000, p. 134).

Os planos de Keynes e White eram antagônicos, e passaram por uma série de modificações. Até que em 1943 suas versões finais foram publicadas e se tornaram “a base da Declaração Conjunta dos especialistas britânicos e norte-americanos e dos Artigos de Acordo do Fundo Monetário Internacional”. A diferença entre os dois planos estava nas

obrigações que estes aplicavam aos países credores quanto à flexibilidade das taxas de câmbio e da mobilidade do capital aceita por eles (EICHENGREEN, 2000, p. 135).

No ano de 1944, no mês de julho, em Bretton Woods, New Hampshire, reuniram-se representantes de 44 países para planejar e assinar os Artigos de Acordo do Fundo Monetário Internacional (FMI). O acordo de Bretton Woods vigorou de 1946 a 1973. Embora apenas alguns países, tenham participado da Conferência de Bretton Woods, a conferência buscou estabelecer as novas relações monetárias internacionais, baseadas num sistema de taxas de câmbio fixas, tendo no dólar americano sua âncora, e este fixado em relação ao ouro. Dentre mais importantes medidas estavam o estabelecimento de mecanismos de ajuste das taxas de câmbio, a adoção de controles de movimentos de capital, principalmente os de curto prazo, o que evitaria a ação de especuladores; e a criação do Fundo Monetário Internacional, para financiar os desequilíbrios de balanço de pagamentos dos países deficitários (CARVALHO et al 2000, p. 340-1).

Acordou-se que o sistema seria baseado num regime de taxas de câmbio fixas, onde os países participantes concordam em comprar e vender reservas internacionais para manter as taxas de câmbio fixas (como no padrão ouro), mas com a flexibilidade de permitir reajustes cambiais em caso de desequilíbrios mais graves. A exigência de taxas de câmbio fixas em relação ao dólar americano, e um preço do ouro em dólar invariável - “US\$ 35 por onça”, acabou por

consagrar o dólar como uma moeda internacional. Visto que “os países membros deste sistema conservavam suas reservas internacionais oficiais na maior parte na forma de ativos em ouro ou dólares, e tinham o direito de vender dólares para o Federal Reserve em troca de ouro ao preço oficial”. Criou-se, o “padrão câmbio-ouro”, tornando o dólar a principal moeda de reserva. A lógica era: fixam-se as taxas de câmbio ao dólar, e este se fixa ao ouro (KRUGMAN & OBSTFELD, 2005, p. 408).

Esta lógica era usada, para que o sistema monetário internacional fosse estruturado de maneira que pudesse prevenir a escassez das reservas de ouro, e por consequência, abalar as tentativas de especulação em torno de possíveis desvalorizações da taxa de câmbio (KEYNES, 1913 apud FERRARI FILHO, 1999, p. 331).

A sustentação do sistema de Bretton Woods necessitava de intervenções dos Bancos Centrais nos mercados de câmbio, a fim de manter as taxas de câmbio fixas. De fato, permitia-se uma variação da taxa de câmbio, ao redor de 1%, passando disso o Banco Central do país deveria intervir. Quanto à intervenção dos bancos centrais Hillbrecht (1999, p. 169) afirma-nos que:

o Banco Central de um país, com sua moeda valorizada em relação ao dólar, deveria acumular reservas internacionais e expandir sua base monetária, de forma a levar a uma desvalorização de sua moeda. Por outro lado, o Banco Central de um país com moeda desvalorizada em relação ao dólar deveria

vender reservas e reduzir sua própria base monetária para promover uma valorização cambial.

O acordo criava também o Fundo Monetário Internacional – FMI, com a tarefa de ser o administrador do sistema internacional de pagamentos<sup>7</sup>.

Nesta mesma conferência surgiu uma segunda instituição, o Banco Mundial, e tinha como objetivo “ajudar os combatentes a reconstruir suas economias destruídas e ajudar os antigos territórios colonizados a desenvolver e modernizar suas economias” (KRUGMAN & OBSTFELD, 2005, p. 408).

O sistema de Bretton Woods acabou por gerar várias assimetrias entre os países. A primeira dizia respeito à capacidade dos Bancos Centrais de estabilizar o câmbio, uma vez que esta dependia de suas reservas em dólares. Um país que possuísse superávit no balanço de pagamentos não teria dificuldades em vender sua própria moeda e comprar ativos

---

<sup>7</sup>Carvalho (2004, p. 11980) descreve as finalidades primordiais deste órgão: “De acordo com o primeiro artigo de seu Convênio Constitutivo o FMI, tem como finalidade: 1) promover a cooperação monetária internacional por meio de uma instituição permanente que proporcione a estrutura para consulta e colaboração em problemas monetários internacionais; 2) facilitar a expansão e o crescimento equilibrado do comércio internacional, contribuindo assim para a promoção e a manutenção de altos níveis de emprego e renda real, (...) 3) promover a estabilidade, manter acordos cambiais disciplinados entre os membros e evitar desvalorizações competitivas da moeda; 4) colaborar no estabelecimento de um sistema multilateral de pagamentos para as transações correntes entre membros e na eliminação de restrições ao mercado de câmbio que tolhem o crescimento do comércio mundial; 5) dar segurança aos membros colocando os recursos gerais do Fundo à sua disposição de maneira temporária e sob adequadas condições, dando-lhes assim a oportunidade de corrigir desajustes em seus balanços de pagamentos (...); 6) de acordo com o anterior, abreviar e tornar menos acentuado o desequilíbrio nos balanços de pagamentos internacional dos membros”.

em moeda estrangeira, porém um país que possui déficit no balanço de pagamentos teria limites impostos por suas reservas.

A segunda assimetria dizia respeito à posição privilegiada do dólar, “mesmo que o dólar estivesse sobrevalorizado, sua desvalorização frente a todas as outras moedas exigiria um grande esforço de coordenação” (HILLBRECHT, 1999, p. 170).

O sistema acabou também sendo sustentado pelo controle dos fluxos de capital internacional de curto prazo, junto com a taxa de câmbio fixa, mas ajustável, e a criação do FMI formava os três elementos que sustentavam o Sistema de Bretton Woods e o distanciavam do padrão ouro-divisas (EICHENGREEN, 2000, p. 131).

Em tese, os três elementos eram complementares. A manutenção das taxas de câmbio fixa, mas ajustáveis, era possível devido ao controle de capital que protegia os países que visavam defender suas moedas contra os fluxos de capital desestabilizadores. Além disso, os fundos do FMI eram recursos extras de defesa para países que tinham como objetivo a manutenção do câmbio fixo, de modo que o controle realizado pelo Fundo desencorajava as mudanças nas paridades. Na prática, no entanto, estes elementos não funcionavam de maneira tão harmoniosa.

O sistema de taxas ajustáveis revelou-se, no entanto, uma contradição: mudanças na paridade, especialmente por parte dos países industrializados situados

no centro do sistema, eram extraordinariamente raras. E o controle e auxílio do FMI se mostraram muito ineficaz, pois os recursos do fundo mostraram-se rapidamente muito pequenos diante da necessidade no pós-guerra e a cláusula de escassez de divisas, concebida para punir os países cujas políticas ameaçassem a estabilidade do sistema, nunca foi aplicada. (EICHENGREEN, 2000, p. 132).

Em outubro de 1960, ocorre um considerável aumento no preço do ouro devido à vitória de John F. Kennedy na eleição presidencial dos Estados Unidos. Este tinha como promessa de campanha, colocar o país novamente em movimento. Os mercados temeram, portanto, uma desvalorização do dólar, resultando assim numa fuga de capitais.

Como reação a expectativa de fuga de capitais e aos temores do mercado, Kennedy proibiu que os cidadãos norte-americanos mantivessem guardados em casa moedas de ouro; as exigências para a concessão de vistos foram reduzidas, visando incentivar o turismo aumentando assim suas receitas; o Congresso eliminou os limites que tinham sido impostos aos depósitos a prazo mantidos por autoridades monetárias estrangeiras; dentre outras medidas que também foram realizadas.

Era fato que havia um problema quanto ao dólar, porém as autoridades não tratavam a causa deste problema, mas sim os sintomas, pois para tratar a causa, deveria ser realizada uma reforma no sistema internacional. Esta

reforma acarretaria numa redução do papel do dólar como moeda de reserva, algo inaceitável para os Estados Unidos.

A manutenção do padrão dólar foi possível devido à cooperação internacional, a exemplo disto temos as intervenções realizadas pelo Federal Reserve - FED, Banco Central norte-americano e pelo Bundesbank, Banco Central alemão, no mercado à vista e a termo, visando dar sustentação ao dólar. (EICHENGREEN, 2000, p. 174-5).

Os bancos centrais estrangeiros adquiriram os bônus Roosa (bônus do governo norte-americano garantidos contra perdas de capital resultantes de desvalorizações do dólar) a despeito da limitada negociabilidade dos mesmos. Em última instância, a ameaça americana era "chutar o pau da barraca": desestabilizar os sistemas de comércio e monetário, caso os bancos centrais estrangeiros não dessem apoio ao dólar e os governos estrangeiros não estimulassem as importações de mercadorias dos Estados Unidos. Os governos estrangeiros deram sustentação ao dólar porque ele era o eixo do Sistema de Bretton Woods, e porque não havia um consenso em torno de como esse sistema poderia ser reformado ou substituído. (EICHENGREEN, 2000, p. 176).

Paralelo a estes elementos crescia também o comércio de moedas no exterior. O depósito de moedas de uma nacionalidade em um país de outra nacionalidade, por exemplo, ienes em um banco de Londres. Essa moeda é denominada euromoeda. Nos casos de depósitos de dólares feitos fora dos Estados Unidos são chamados eurodólares. Absorvendo dólares, além de fortalecer o mercado de eurodólares, os demais bancos centrais acabavam por gerar

inflação em seus países, ao invés de obrigar os Estados Unidos a desvalorizarem a sua moeda. (KRUGMAN & OBSTFELD, 2005, p. 478-9).

O início da década de 70 foi marcado, sobretudo pela crise do Bretton Woods e pela crise do petróleo<sup>8</sup>, gerando assim a base para a primeira grave crise no Sistema Financeiro Internacional. De modo que a “necessidade de repassar a plethora de fundos captados” fez com que os bancos aumentassem suas ações com clientes tidos como de segunda classe, simultaneamente também foi facilitado o acesso de novos bancos, relativamente pequenos se comparados ao mercado. Estes, devido a sua “participação marginal no mercado, sujeitavam-se a pagar taxas mais elevadas no interbancário, provocando tensões na estrutura das taxas de juros”. (LIMA, 1997, p. 28-30).

Em 1971, níveis elevados de conversão do dólar para o marco alemão foram registrados. A Alemanha, temendo uma inflação, interrompeu a intervenção e deixou o marco flutuar para patamares mais elevados. Em seguida países

---

<sup>8</sup> “A forma como se processou a reciclagem dos superávits dos países exportadores de petróleo - petrodólares - e dos déficits dos países importadores de petróleo, principalmente aqueles em desenvolvimento, alterou substancialmente a estrutura de vencimentos nos mercados financeiros internacional. Assim, enquanto os países exportadores de petróleo - ofertantes de fundos - concentravam suas aplicações no curto prazo, - os países importadores de petróleo - demandantes de fundos - recorriam a operações de médio e longo prazos. A crescente entrada de fundos provenientes dos países exportadores de petróleo e a concorrência existente entre os agentes financeiros internacionais no momento de realizarem suas operações ativas obrigaram esses bancos a generalizar suas manobras de transformação de prazos, tornando de médio/longo prazos recursos captados por curto prazo e assumindo assim um risco importante que independia, inclusive, da qualidade do tomador”. (LIMA, 1997, p. 29).

como a Holanda fizeram o mesmo. Em meados de agosto, noticiou-se que a França e a Grã-Bretanha pretendiam converter dólares em ouro. Como resposta, o governante dos Estados Unidos “fechou o guichê do ouro”, suspendendo o compromisso de entregar ouro a governos credores em dólar independente do preço pago. Em seguida, impôs uma sobretaxa de 10% sobre a importação de mercadorias para pressionar outros países a valorizar suas moedas, objetivando não desvalorizar o dólar. Como desfecho, ao invés de consultar o FMI sobre sua decisão, apenas comunicou ao diretor-chefe do Fundo como sendo uma atitude irrevogável. (EICHENGREEN, 2000, p. 179).

Como resultado a estas medidas ocorreram uma série de negociações sobre a reestruturação do sistema financeiro internacional, resultando no acordo obtido na Conferência Smithsonian, em Washington<sup>9</sup>. Por insistência dos países europeus, a valorização do dólar foi limitada, este limite ficou em 8%. As demais mudanças nos preços relativos foram implementadas via valorização do iene, do franco suíço, do marco alemão e das moedas do Benelux<sup>10</sup>. As bandas de flutuação foram aumentadas, passando de 1% para 2,25% e a sobretaxa nas importações dos Estados Unidos foi eliminada.

---

<sup>9</sup> Para maiores informações ver EICHENGREEN (2000).

<sup>10</sup> Segundo Sandroni (1999, p.51) é a “união alfandegária entre Bélgica, Holanda e Luxemburgo”.

A valorização das moedas européias ampliou a competitividade das exportações norte-americanas, mas devido a não-implementação de ajustes em outras políticas, o efeito foi apenas temporário. A política norte-americana permaneceu muito expansionista para ser compatível com o atrelamento do dólar a moedas estrangeiras; os agregados monetários cresceram a taxas superiores a 6% ao ano, não havia razões para duvidar que o dólar não seria desvalorizado. Este cenário levou ao abandono da relação dólar-ouro e da relação entre as taxas de câmbio fixa entre os países industrializados (EICHENGREEN, 2000).

---

## O SISTEMA DE CÂMBIO FLUTUANTE

---

O fim do sistema monetário internacional de Bretton Woods, em 1973, foi muito marcante, pois trouxe a tona à questão, até então pouco valorizada a do controle da economia via estabilidade da taxa de câmbio por meio do uso de políticas monetárias.

Após uma curta transição (agosto de 1971 ao início de 1973) em que o padrão anterior foi substituído por um padrão-dólar não-ancorado no ouro, as relações monetárias internacionais passaram a se basear num “regime de

flutuação cambial, ora pura, ora (mais frequentemente) suja”. (CARVALHO et al, 2000, p. 421)<sup>11</sup>.

Em julho de 1972, foi formada uma comissão para preparar propostas de reforma no sistema de paridades cambiais. Buscavam a manutenção das paridades ajustáveis e se concentravam na provisão de reservas internacionais e em medidas para incentivar o ajuste. Apesar destas idéias estarem em conflito com a realidade, o trabalho prosseguiu até 1974.

Segundo Krugman & Obstfeld (2005, p. 423-6) os principais argumentos em favor das taxas de câmbio flutuantes eram: a possibilidade de autonomia da política monetária de cada país; simetria de poder entre os países; e taxas de câmbio como estabilizadores automáticos.

A adesão de um regime de taxas de câmbio fixas permitia que os governos pudessem fazer uso da política monetária para alcançar o equilíbrio interno e externo. Uma vez que o banco central não precisaria intervir diretamente no mercado de divisas para garantir a taxa de câmbio fixa. Além disso, com câmbio flutuante, os países não necessitariam importar a inflação, ou deflação, dos demais países, como já vimos no caso do Bretton Woods.

---

<sup>11</sup> Os regimes cambiais vão além dos regimes extremos de câmbio fixo e flutuação pura. Há um “leque de regimes intermediários”. Entre estes podemos destacar “os regimes de câmbio fixo ajustável, o de *crowning peg* (ou regime de mini desvalorizações), as bandas cambiais, o sistema de zonas-alvo e a flutuação suja sem metas cambiais”. (CARVALHO et al, 2000, p. 412).

No regime de câmbio flexível, diferente das assimetrias inerentes a Bretton Woods, os Estados Unidos não teriam mais o poder de estabelecer as condições monetárias mundiais e nem de influenciar sua taxa de câmbio em relação às moedas estrangeiras, fornecendo harmonia ao sistema.

As taxas de câmbio passaram a ser vistas como estabilizadores automáticos, uma vez que mesmo sem uma política monetária ativa, o ajuste, via mercado, das taxas de câmbio ajudaria a manter o equilíbrio interno e externo, sob a flutuação, os períodos longos e dolorosos de especulação que precederam os realinhamentos da taxa de câmbio sob as regras de Bretton Woods não se repetiriam. (KRUGMAN & OBSTFELD, 2005, p. 423-6).

Segundo Krugman & Obstfeld, haviam argumentos contra o câmbio flutuante. Primeiramente, como os bancos centrais estariam livres da fixação da taxa de câmbio, estes poderiam engajar-se em políticas inflacionárias e a disciplina e ordem monetária, obtida via taxa de câmbio fixa, seria perdida. Além disso, temia-se que ocorressem especulações desestabilizadoras no mercado monetário. A possibilidade de especular com a taxa de câmbio, aberta pelo sistema de câmbio flutuante, poderia levar não só a desestabilização dos mercados cambiais, como também a desequilíbrios tanto interno quanto externo dos países. Um terceiro aspecto que também preocupava aqueles que eram contra o sistema de taxas de câmbio flutuante dizia respeito à queda do comércio

externo devido à impossibilidade de prever os preços relativos internacionais. Além disso, temia-se que na ausência de políticas econômicas coordenada, as práticas monetárias competitivas poderiam prejudicar a economia mundial. Finalmente, argumentava-se que as mudanças proporcionadas pela flutuação do câmbio levariam os bancos centrais a intervir na economia, para esta manter-se sob controle, criando a ilusão de uma maior autonomia. Seria, no entanto, uma autonomia ilusória, pois, na realidade, o banco central estaria intervindo. O objetivo dessa intervenção é evitar efeitos macroeconômicos prejudiciais. O que equivale a dizer que mesmo sem adotar um taxa de câmbio fixo, este estaria controlando a flutuação. (KRUGMAN & OBSTFELD, 2005, p. 427-9).

Analisando essas opiniões tão diferentes, Eichengreen (2000, p. 189) nos diz que:

não havia consenso nas previsões sobre o comportamento das taxas flutuantes, alguns acreditavam que a extinção das paridades fixas eliminava o problema de apostas unilaterais e persistentes desalinhamentos. As taxas flutuantes caminhariam para níveis de equilíbrio e exibiriam limitada tendência para se afastar deles. A opinião contrária apostava em que o mundo estava às vésperas de entrar numa era perigosa de turbulência e instabilidade financeira. Hoje sabemos que as duas posições exageravam. As taxas de câmbio nominais e reais revelaram-se mais voláteis do que quando as taxas eram fixas e do que previsto por acadêmicos que defendiam o câmbio flutuante. As taxas nominais moviam-se frequentemente em 2% ou 3% ao mês; a variabilidade das mesmas excedia em larga medida a variação relativa

da oferta monetária e de outros indicadores fundamentais da economia. As taxas eram quase voláteis. Ainda assim, não se registrava o caos financeiro previsto pelos que tinham se oposto à flutuação<sup>12</sup>.

Após o fim da Segunda Guerra Mundial, a reconversão industrial dos Estados Unidos e a reconstrução européia foi de grande importância no que tange a manutenção das elevadas taxas de investimento, de produtividade e ampliação da capacidade produtiva.

Este crescimento equilibrado diante da expansão da demanda, favoreceu o crescimento do emprego e dos salários reais, sem pressões inflacionárias. Desta maneira não houve tensões especulativas causadoras de instabilidade. (BELLUZZO, 1997).

Desde o início da década de 70, a tensão entre a regulamentação dos sistemas nacionais e o surgimento de um espaço desregulamentado de criação de empréstimos (e depósitos), num ambiente de inflação ascendente causou diversas modificações na forma de concorrência bancária, as chamadas inovações financeiras. (BELLUZZO, 1997)<sup>13</sup>.

Na segunda metade da década de 70, ocorreram os dois choques do petróleo (1973 e 1979) e algumas instabilidades nos preços das “commodities”, porém mesmo assim as moedas, de uma maneira geral, estavam estabilizadas. Isto se deve principalmente a intervenção

---

<sup>12</sup> Para maiores informações sobre a variação das taxas, ver Eichengreen (2000).

<sup>13</sup> Estas serão alvo de análise no próximo tópico.

estatal ocorrida nesta década, fundamentada em um maior controle de capitais. (EICHENGREEN, 2000, p. 191-4).

Analisando o panorama mundial verificamos que até a década de 70, o real custo imposto pelo crescimento via substituição de importações realizado na América Latina não havia ficado evidente. Porém com o advento dos choques do petróleo e a desaceleração da produtividade dos países industrializados, deu-se início um período de desempenho macroeconômico problemático em muitas das economias da América Latina. Com as exigências de uma maior igualdade social, os governos expandiram seus gastos. Isto somado a compensação governamental dos efeitos do petróleo mais caro resultaram uma elevação do endividamento externo por parte destes países emergentes. (KRUGMAN & OBSTFELD, 2005, p. 503-4).

Entre os anos de 191980 e 1985, ocorreu uma virada na direção do crescimento monetário nos Estados Unidos, este crescimento se tornou mais lento. Isto, juntamente com déficit crescente do orçamento do governo norte-americano, contribuíram para uma valorização do dólar. Neste ambiente de aumento da liberalização financeira, instabilidade de taxas de câmbio e de juros, os governos passaram a dar ênfase na sustentação do crescimento da renda e do emprego. Para que isto fosse possível, impulsionou-se a desregulamentação e a expansão dos instrumentos de hedge, pois estes aumentavam os mercados de emissão e negociação direta de títulos de dívida. Neste

período, 191980 a 1985, ocorreu uma ampliação exacerbada do endividamento público norte-americano e europeu.

A desaceleração do crescimento monetário nos Estados Unidos resultou numa redução das taxas de crescimento nos demais países industrializados, como resultado ocorreu à diminuição da oferta monetária mundial, levando assim a uma depressão profunda, a mais profunda desde 1930. “Em 1984, à medida que a recuperação da recessão se tornava mais lenta e as transações correntes norte-americanas começavam a registrar seus maiores déficits, a pressão política por amplas restrições ao comércio” aumentou muito nos Estados Unidos. (KRUGMAN & OBSTFELD, 2005, p. 444).

Os crescimentos das dívidas norte-americana e europeia tornaram-se cumulativo durante a década de 1980, com as políticas inspiradas na “economia da oferta” nos Estados Unidos e com o rigor monetário do Bundesbank (Banco Central Alemão), na Europa. Sob o efeito das taxas de juros elevadas às dívidas públicas (interna e externa) cresceram rapidamente. Este crescimento endógeno do endividamento público foi acompanhado por uma maior dependência dos governos em relação aos mercados financeiros internacionalizados. (BELLUZZO, 1997).

A consequência de alterações<sup>14</sup> na economia norte-americana para os países em desenvolvimento, já muito endividados, foi muito negativa. Como os empréstimos adquiridos por parte dos países emergentes eram a taxas flutuantes, com a elevação das taxas de juros a grande maioria teve dificuldades em pagar suas dívidas, o que culminou com a crise do endividamento de 1982. Esta crise foi de grande impacto para os sistemas financeiros internacionais devido à intensidade com que os atingiu, e por não ter uma previsão quanto aos possíveis eventos. (LIMA, 1997, p. 12).

Num momento inicial os países industrializados que estavam muito envolvidos na questão como sendo os emprestadores, tentaram persuadir os grandes bancos a continuar emprestando. Porém, isto se tornava cada vez mais difícil, pois os maiores emprestadores de recursos para os países emergentes, predominantemente a América Latina, eram grandes bancos norte-americanos, como o Citicorp e o Bank of America, e se estes quebrassem devido à inadimplência generalizada, acabariam levando consigo grande parte do sistema financeiro mundial devido a sua importância. (KRUGMAN & OBSTFELD, 2005, p. 507).

---

<sup>14</sup> A partir do primeiro governo Reagan, ocorreram modificações na política econômica norte-americana, estas afetaram tanto os países avançados quanto os menos desenvolvidos. Como resultado dessa nova política econômica cabe citar “as oscilações acentuadas nas taxas de juros e de câmbio das principais economias capitalistas”. Outro fator marcante foi “o alargamento dos déficits americanos – tanto o doméstico quanto externo” – obtido via emissão de títulos do governo norte-americano. Estes são chamados “déficits gêmeos”, constituem o centro dos desequilíbrios mundiais. (LIMA, 1997, p. 12).

Com o abandono das políticas de metas de câmbio por parte da Alemanha e do Japão, o dólar registrou uma valorização de 29% em termos nominais e 28% em termos reais entre 191980 e 1982. Como resposta, o governo de Reagan cortou o imposto de renda da pessoa física, indexou as faixas do imposto à inflação e aumentou os gastos militares, ampliando o déficit orçamentário dos Estados Unidos. O dólar, no entanto, prosseguiu em sua trajetória ascendente, registrando em fevereiro de 1985, uma valorização de mais 20%. Este movimento prejudicou a administração Reagan, pois esta tinha como base à não intervenção no mercado de câmbio, e mediante esta valorização tiveram que rever seus pressupostos. Como resultado em setembro de 1985, os Ministros das Finanças e os Presidentes dos Bancos Centrais dos países do G-5<sup>15</sup>, visando pressionar o dólar para baixo, anunciaram no Plaza Hotel de Nova York, que interviriam de modo conjunto no mercado de câmbio para depreciar o dólar. No dia em que foi divulgado o comunicado da reunião no Plaza, o dólar, em relação ao iene e ao marco alemão, caiu 4%, mantendo uma trajetória de contínua queda. (EICHENGREEN, 2000, p. 194-8).

Nos meses que se seguiram, o dólar continuava a cair, pois os Estados Unidos tinham esgotado seus ativos internacionais líquidos, consequência dos déficits externos no

---

<sup>15</sup> Estados Unidos, Grã-Bretanha, França, Alemanha e Japão. (KRUGMAN & OBSTFELD, 2005, p. 436).

início da década de 1980. (EICHENGREEN, 2000, p. 199-200).

No segundo semestre de 1986 o dólar havia perdido 40% do seu valor em relação ao iene, a partir do pico atingido no ano anterior. Japoneses e europeus começaram então a reclamar, argumentando que o processo havia “ido longe demais”, pois a grande desvalorização acabou gerando dificuldades de custos e competitividade para os produtos japoneses. O governo japonês então, interveio e em setembro de 1986 foi realizado um acordo bilateral entre os Estados Unidos e o Japão visando estabilizar a taxa de câmbio, em troca de uma expansão fiscal japonesa, os norte-americanos parariam de desvalorizar o dólar. Porém, como não havia disposição para ajustar as políticas macroeconômicas nos Estados Unidos e na Europa, os efeitos foram limitados. Esse contexto resultou numa nova reunião, em fevereiro de 1987, no Louvre, em Paris. Onde foram discutidos ajustes mais fundamentais nas políticas. Ficou acordado que o dólar seria estabilizado a níveis correntes.

Qual foi o papel do FMI ao longo desse processo? Ele desempenhou um papel reduzido, pois de acordo com a Segunda Emenda aos Artigos do Acordo<sup>16</sup>, sua função era essencialmente “incentivar a coordenação de políticas entre seus membros”, eliminando sua responsabilidade quanto à “supervisão de um sistema de valores de paridade”.

---

<sup>16</sup> Para maiores detalhes ver Eichengreen (2000, p. 188-9).

Já na década de 1990, a estabilidade da taxa de câmbio deixou de ser o principal objetivo de política econômica. Em vez disso, os governos dos países desenvolvidos tinham como meta conter a inflação doméstica mantendo o crescimento econômico. (KRUGMAN & OBSTFELD, 2005). Em meados da década de 1990 a moeda norte-americana encontrava-se subvalorizada, o que “impõe custos apenas modestos sobre um largo contingente de interesses difusos (consumidores submetidos à inflação e preços mais elevados de produtos importados) que tem pouca motivação para articular-se em oposição”. Essa desvalorização foi resultante de medidas adotadas internamente, como o corte das taxas de juros em 1991, pelo FED, em resposta à recessão norte-americana, e em 1994 realizou uma nova série de cortes, devido à “sinais de um esfriamento na economia”. (EICHENGREEN, 2000, p. 202).

Os países da Europa seguiram um caminho diferente e procuraram criar um sistema “sobre o qual eles pudessem estabilizar suas moedas umas em relação às outras. O fato de os países europeus estarem mais abertos ao comércio do que os Estados Unidos” deixava-os mais vulneráveis a flutuações no câmbio<sup>17</sup>, e é fato que a Europa fora o local onde a flutuação das moedas tinha sido associada à hiperinflação nos anos 20. Na década de 30 as desvalorizações ocorridas haviam “corroído” em grande

---

<sup>17</sup> O desenvolvimento desta ideia é feita por Giavazzi e Giovanninni (1989) apud Eichengreen (2000).

parte as boas relações econômicas. Com base nisto eles desenvolveram a Comunidade Econômica Européia – CEE<sup>18</sup>. Esta era vista como um “mecanismo para desenvolver a Alemanha e a França e, ao intensificar a interdependência econômica, desencorajá-los a envolverem-se em novas guerras”. (EICHENGREEN, 2000, p. 202-3).

Com base na análise aqui realizada, após a década de 70, percebe-se a tendência global de consolidação de um sistema de câmbio mais flexível, o que se justifica, em grande parte, pelo aumento considerável da mobilidade do capital internacional, pois “num mundo de alta mobilidade do capital, o câmbio fixo exige um tipo de reforma radical que os governos compreensivelmente relutam em adotar”. (EICHENGREEN, 2000, p. 247).

---

<sup>18</sup> Para maiores informações ver Eichengreen 2000, p. 202-228.

---

## **CAPÍTULO 4**

---

### DA DESREGULAMENTAÇÃO À GLOBALIZAÇÃO

O termo, ‘desregulamentação’, passou a ser utilizado no início dos anos oitenta, nos Estados Unidos, a partir do primeiro governo Reagan e surgiu para caracterizar o processo de alteração da regulamentação estrutural tanto do sistema bancário, quanto de outros setores (transportes e telecomunicações, por exemplo). (LIMA, 1997, p. 15; 33).

Na década de 1980, os desequilíbrios dos Balanços de Pagamento, tanto nos países industrializados quanto nos países em desenvolvimento, comprometeram a evolução do sistema financeiro. Nesse contexto, os bancos norte-americanos passaram a utilizar técnicas inovadoras, e uma série de arranjos financeiros, pois estes haviam realizado empréstimos aos países em desenvolvimento, que por sua vez não conseguiram quitar suas dívidas. Deste modo os bancos estavam com um grau de alavancagem muito elevado (obtido razão endividamento de longo prazo/capital total empregado), sendo assim precisavam buscar novos meios para manter seus investimentos.

A partir da década de 1980, vários países iniciaram o processo de desregulamentação de seus mercados financeiros. Embora a desregulamentação tenha ocorrido em vários países desenvolvidos, nessa seção será analisado apenas o processo de desregulamentação do sistema financeiro dos Estados Unidos.

Outrossim, veremos como ocorreu a desregulamentação do sistema financeiro norte-americano, analisaremos o processo de desintermediação financeira relacionando-o ao processo de securitização, de inovações financeiras e de derivativos e por fim analisaremos a globalização financeira.

---

## PROCESSO DE DESREGULAMENTAÇÃO NO SISTEMA FINANCEIRO DOS ESTADOS UNIDOS

---

Como marco inicial no setor bancário norte-americano, tem-se o ano de 1791, quando foi criado o Bank of United States. Este exercia funções tanto de banco central quanto de banco comercial. Em 1816, foi criado o Second Bank of United States, com o objetivo de complementar o anterior quanto à segurança do setor bancário. Vale ressaltar, que o sistema bancário americano funcionou no período seguindo suas próprias regras sem a necessidade de

submeter-se a regulamentos advindos de uma autoridade monetária.

Em 1864, foi formado o Conselho Controlador, com o objetivo de “supervisionar, fiscalizar e examinar resultados dos bancos nacionais”. A partir desta data, a emissão de títulos por parte dos bancos nacionais passou a ser supervisionada por este, porém, ainda assim, o sistema bancário norte-americano continuou instável e vulnerável a várias crises de confiança. Em 1913, o Congresso norte-americano, aprovou o Federal Reserve Act, e por meio deste, os bancos nacionais tornaram-se membros do Federal Reserve System (FRS)<sup>19</sup>. Aos bancos estaduais, a adesão era facultativa. (LIMA, 1997, p. 16-7).

Após a Grande Depressão (1930) motivou-se nos Estados Unidos, a formação e o desenvolvimento de uma complexa estrutura reguladora do sistema financeiro nacional. Em março de 1933, Roosevelt assumiu o governo dos Estados Unidos e encontrou um “sistema financeiro virtualmente destruído”, prejudicado pelas altas taxas de desemprego e falências. Esperava-se que ele tomasse medidas para solucionar, não apenas esses problemas, mas também questões como a falta de liquidez do sistema, a insolvência de vários bancos e outras instituições financeiras. Foi então que o governo federal, através do Reconstruction Finance Corporation (RFC), “assumiu a liderança do processo de

---

<sup>19</sup> A autora LIMA (1997) refere-se ao Federal Reserve System também com a abreviatura de FED, ver Lima (1997, p. 19).

saneamento financeiro e reconstrução do sistema financeiro privado”. (LIMA, 1997, p. 17-8).

A reconstrução do sistema financeiro após a Grande Depressão levou um tempo relativamente longo, e, apenas em 1936, uma nova estrutura financeira e regulatória foi completada. O novo marco regulatório estava baseado em dois princípios: segmentação e transparência. Coube ao RFC o papel de “banco de investimento público”, com o objetivo de dar suporte financeiro, a indústria manufatureira e as instituições privadas, via emissão de ações. O princípio da transparência deveria reger o funcionamento do RFC. Já o FRS foi reformulado, sendo criado o Federal Reserve Board, cujo objetivo era supervisionar e regulamentar as atividades de todas instituições financeiras do país. Criando-se, por fim, o Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC).

Em síntese as principais características desse novo sistema financeiro americano foram as seguintes:

- Bancos não poderiam negociar seguros nem ações; os preços dos serviços bancários seriam regulamentados; haveria um teto para a taxa de juros; não haveria pagamento de juros para depósitos com prazo inferior a 30 dias - depósitos à vista.

- Regulamentação das atividades internacionais; restrições rígidas para o aumento das redes interestaduais já existentes; não permissão para novas redes interestaduais.

- Regras para fusões e aquisições de bancos; redução do grau de alavancagem; controle dos ativos, sobretudo no que diz respeito à qualidade destes; distinção entre bancos comerciais e bancos de investimento; limites para a concessão de licenças

bancárias; associação compulsória das instituições financeiras ao FDIC. (LIMA, 1997, p. 17-20).

A partir de 1956, uma nova série de atos que visavam reduzir as limitações do sistema bancário norte-americano foram impostos. Para isto foi criada uma agência governamental, “a Securities Exchange Commission – SEC”, esta poderia “conceder, penalizar, suspender ou anular a licença de intermediários<sup>20</sup> para operar no mercado de capitais, além de regulamentar e supervisionar a emissão e transação de novos títulos”. (LIMA, 1997, p. 21).

Nos anos 70, teve início nos Estados Unidos, um processo de desregulamentação, ou nova regulamentação, sendo intensificado na década de 1980. Foi influenciado em grande parte pelas condições macroeconômicas daquele momento<sup>21</sup> e por grupos de interesse presentes nas administrações de Reagan. Em meados da década de 1980, o processo de desregulamentação foi intensificado através da revogação da proibição aos bancos comerciais do pagamento de juros para os depósitos à vista e da permissão para que seus bancos contabilizassem separadamente as operações externas ou com não residentes nos Estados Unidos. Em

---

<sup>20</sup> LIMA (1997, p. 20) define estes intermediários como sendo os brokers e os dealers. “Broker (order-taking): pessoa física ou jurídica que recebe comissão pelo ato de intermediar a compra/venda de títulos. Dealer (risk-taking): pessoa física ou jurídica que assume o risco da transação compra/venda de títulos, por esta razão adiciona um mark-up sobre o preço original do papel”.

<sup>21</sup> As condições macroeconômicas eram: a qualidade volátil das taxas de juros americanas; a crise dos países endividados, resultando numa deterioração dos lucros dos setores bancários tradicionais; o acesso rápido e de baixo custo às informações e as criações dos novos produtos financeiros. (LIMA, 1997, p. 21).

1990, a SEC Rule 144 A<sup>22</sup> permitiu o lançamento de ações, ADRs ou bonds junto a investidores institucionais qualificados (LIMA, 1997, p. 21-2).

---

## DESINTERMEDIÇÃO FINANCEIRA E SECURITIZAÇÃO

---

A intermediação financeira ocorre quando as operações são realizadas via um intermediário, banco ou outro agente financeiro, ou seja, são operações nas quais há um intermediário, e este se insere entre o último aplicador e último tomador. Operações deste tipo são conhecidas como sendo de financiamento indireto. Por outro lado, as operações de desintermediação financeira ocorrem sem a participação de um intermediário financeiro. Segundo a definição do IMF – International Monetary Fund (1986, p. 6 apud Lima, 1997, p. 34) “as operações de crédito direto existem quando ‘um aplicador detém um ativo negociado diretamente com um tomador’, o que significa, portanto, operações de crédito através de títulos – bonds ou ações”.

---

<sup>22</sup> Esta regra 144 A possui “uma importância especial para a colocação de papéis das empresas do grupo dos países protagonistas da crise da dívida de 1982”. É fato que desde 1982 a SEC introduziu várias alterações por meio de regulamentos específicos que visavam reduzir os procedimentos burocráticos. (LIMA 1997, p. 22).

Desintermediação não significa, no entanto, o afastamento dos intermediários financeiros do processo de captação e alocação de recursos financeiros, uma vez que as operações financeiras continuam a ser planejadas, desenvolvidas, e comercializadas por eles. (LIMA, 1997, p. 34).

A desintermediação financeira permitiu o processo de securitização do crédito. Segundo Sandroni (1999, p. 548) securitização é um termo que deriva da palavra inglesa security e significa a transformação de uma dívida com certo credor em dívida com compradores de títulos originados no montante dessa dívida. Equivale a transformar empréstimos bancários e outros ativos em títulos (securities) para a venda a investidores, os compradores destes que passam a ser os novos credores da dívida.

A ampliação em torno da securitização ocorreu no período de 1982 a 1985, período marcado pelos ajustes após a crise do endividamento externo da América Latina. A base de crescimento do segmento de bonds ocorreu na sua maioria, através da dívida pública dos países avançados. Desde o início dos anos 1980, os Estados Unidos são os principais responsáveis pela emissão de títulos públicos. Novamente pode-se ver o porquê da relação entre desintermediação e securitização. Nesta mesma época diversos fatores como os desequilíbrios externos, as alterações no Sistema Financeiro Internacional e a presença de déficits públicos crescentes (financiados via emissão de

títulos) fizeram o processo de securitização crescer de maneira muito rápida. Outro agravante foi o crescimento da dívida dos países em desenvolvimento junto aos desenvolvidos.

Como os grandes emprestadores de recursos para os países emergentes, eram grandes bancos norte-americanos, como o Citicorp e o Bank of America, a securitização estendeu-se a esta situação também. A intensificação de fusões e aquisições de empresas, públicas e privadas, em países como Estados Unidos, Grã-Bretanha, no final dos anos 1980 no Japão e nos demais países europeus contribuíram para a ampliação do processo de securitização. (LIMA, 1997, p. 34-6).

A securitização, de modo geral, é realizada por empresas que tem uma carteira muito diversificada de valores a receber. A empresa que está tomando o recurso negocia com uma empresa criada justamente para isto, a chamada “Sociedade de Propósitos Específicos – SPE (Special Purpose Company)”, esta obtém recursos no mercado mediante a emissão de títulos. (ASSAF NETO, 2009, p. 70).

A securitização implicou em profundas alterações no funcionamento do sistema financeiro, pois permitiu a flexibilização na administração financeira e ampliou a

capacidade de alavancagem financeira<sup>23</sup> de empresas que precisavam captar recursos visando ampliar, remodelar, privatizar ou até criar um novo negócio, por exemplo.

Na estrutura tradicional de securitização de crédito, uma forma muito utilizada é a TLF - Transferable Loan Facility que é baseada na venda de participação em empréstimos concedidos de tal forma que os investidores participantes do pool<sup>24</sup> recebam certificados que possam ser negociados no mercado secundário. Neste tipo de securitização, o banco passa a ser administrador do pool de títulos. Para isto, o banco recebe um pagamento antecipado de uma quantia paga pelo investidor, esta quantia recebe o nome de fee. Estes títulos são negociáveis nos mercados de capitais. O processo de concessão de crédito pode ser dividido em duas partes, a primeira corresponde ao sistema descrito como crédito indireto, já a segunda seria como o crédito direto tradicional, de fato este não ocorre, pois todo processo é conduzido pelo intermediário financeiro. (LIMA, 1997, p. 39).

---

<sup>23</sup> Segundo Sandroni (1999, p. 18-9) Termo usado para “designar a obtenção de recursos para realizar determinadas operações”. Em termos mais técnicos é “a relação entre endividamento de longo prazo e o capital empregado por uma empresa. Assim, o quociente Endividamento de Longo Prazo/Capital Total Empregado reflete o grau de alavancagem aplicado. Quanto maior for o quociente, maior será o grau de alavancagem”.

<sup>24</sup> Segundo Sandroni (1999, p. 482) Significa a “reunião temporária de duas ou mais empresas com fins especulativos. (...) O pool forma estoques de ações ou mercadorias comercializadas em Bolsas (cereais, café, açúcar etc.), procura forçar a elevação de preços e, então, vende com lucros elevados”.

No decorrer da década de 1980, surge uma nova estrutura de operações de securitização de crédito baseada no conceito de colateralização e denominada asset-backed securities ou loan-backed. Estas operações surgiram inicialmente no mercado hipotecário residencial americano passando, após um tempo, a incluir uma variedade de ativos como garantia. Rosenthal & Ocampo (1989, p. 40 apud Lima, 1997, p. 39) afirma que:

o governo federal americano por meio da Federal National Mortgage Association, do Government Nacional Mortgage Association e da Federal Home Loan Mortgage, instituiu programas de empréstimos para a aquisição de moradia utilizando a técnica mortgage-backed securities. Nessa transação, empréstimos para compra de residências eram concedidos através da formação de um pool de investidores que compravam títulos com determinada remuneração, cuja garantia era dada pelo (s) próprio (s) imóvel (is), e que podiam ser negociados no mercado secundário para esse tipo de título. Os chamados Fundos Mobiliários desenvolveram-se a partir dessa forma de securitização de crédito<sup>25</sup>.

Para exemplificar melhor este processo de transações (asset-backed securities) vejamos a seguinte situação: um tomador de recursos quer pegar um financiamento de uma quantia X. Então escolhe um ativo de sua propriedade para ser dado como garantia, por meio do mecanismo denominado de special purpose vehicle. Esta operação é conduzida por um ou mais intermediário(s)

---

<sup>25</sup> De acordo com Sandroni (1999, p. 413) mortgage é o termo inglês para a palavra hipoteca. O setor imobiliário norte-americano será detalhado mais adiante.

financeiro(s), este(s) por sua vez tem a função de emitir as securities no montante total do financiamento requerido e garantido por determinado ativo escolhido pelo tomador, e de disponibilizar esses títulos para os investidores (figura 01).

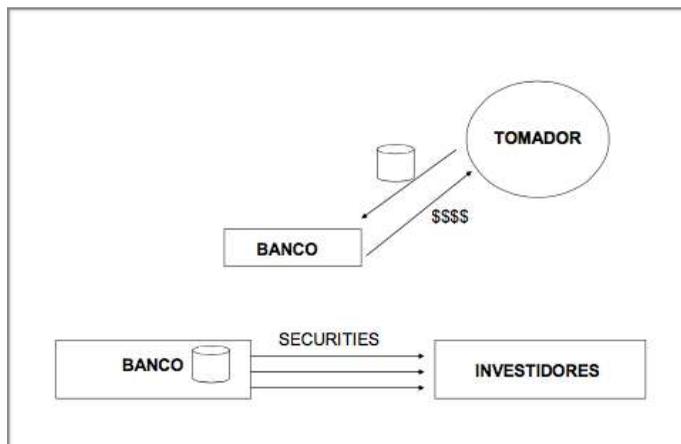


Figura 1 - O processo de securitização

**FONTE:** elaborado pela autora a partir de Gontijo e Oliveira (2009)

Vale ressaltar aqui dois aspectos. Primeiro, em caso de falência do tomador do empréstimo, o ativo dado por ele como garantia passa a ser de propriedade dos investidores. O segundo aspecto é quanto ao mecanismo special purpose vehicle, por meio deste, em caso de falência do tomador a transferência do ativo dado como garantia é feita de maneira imediata para o investidor, sem ter que se submeter às regras estipuladas para a liquidação de ativos de empresas insolventes. Devido a esta situação, empresas tomadoras de

crédito por esse mecanismo obtêm classificação mais elevada para esses títulos por parte das agências especializadas que fazem a avaliação do risco de crédito. Por essa razão os financiamentos obtidos pagam taxas de retorno mais baixas. (LIMA, 1997, p. 41).

Com a reestruturação financeira das grandes empresas norte-americanas, via fusão ou aquisição, e a privatização de empresas públicas inglesas tornaram necessárias e até mesmo propícias o surgimento de técnicas novas que tinham como objetivo ampliar o grau de alavancagem financeira. Este pode ser diretamente associado ao processo de securitização de crédito: leveraged recapitalization e leveraged buyout.

No primeiro ocorre a reestruturação via transformação de empréstimos em securities, utilizando-se novos instrumentos financeiro. Através deste procedimento, a empresa altera sua estrutura de capital, podendo assim obter novamente empréstimos de terceiros. Já o segundo, também chamado do LBO, é muito utilizado para viabilizar projetos de readequação da estrutura proprietária e produtiva das empresas públicas e privadas com dificuldades de obtenção do valor requerido para a execução destes projetos. Neste, o grupo que faz a compra da empresa (também chamado de takeover) em conjunto com os intermediários financeiros realizam a operação visando obter o controle acionário da empresa (LIMA, 1997, p.43-4).

A consolidação do processo de securitização iniciado nos anos 1980 imprime as seguintes características do sistema financeiro: a redução dos intermediários financeiros; possibilidade de não apresentar no balanço das instituições financeiras operações como securities; possibilidade de recursos mais baratos que os tradicionais empréstimos (para os tomadores); crescimento das opções para os investidores no que fiz respeito a produtos financeiros, ampliando assim a flexibilidade na composição de portfólios; rentabilidade mais elevada que os investimentos tradicionais; redução dos prazos de maturidade dos títulos facilitando a especulação; pulverização dos aplicadores e dos mecanismos capazes de propagar uma maior instabilidade por todo o sistema financeiro. (LIMA, 1997, p. 44-5).

Para Lima (1997, p. 37) o conceito de securitização junta a colocação de títulos tradicionais<sup>26</sup> a novos produtos que foram criados a partir dos anos 1980, sob acelerado processo de inovações financeiras.

A consolidação da securitização permitiu o surgimento de novos produtos financeiros. Por um lado, taxas de juros e de câmbio voláteis em algumas economias capitalistas contemporâneas estavam provocando instabilidade internacional crescente e contínua, o que aumentava os riscos; por outro lado, o surgimento de novos produtos financeiros foi capaz de captar as oportunidades de

---

<sup>26</sup> Bonds, notes e ações.

ganhos extraordinários frutos dessa instabilidade. (LIMA 1997, p. 38).

Segundo Lima (1997, p. 64) os principais produtos são: FRNs - Floating Rate Notes; NIFs - Note Issuance Facilities; Commercial Papers; Financial Futures; Swaps; Options<sup>27</sup>.

Ressalta-se que a expansão de instrumentos de hedge e do crescimento dos mercados de emissão e negociação direta de títulos da dívida só foi possível devido à desregulamentação financeira. (BELLUZZO, 1997).

Além da desregulamentação, a revolução tecnológica também contribuiu, possibilitando as telecomunicações e os sistemas de informação e de computadores. Sem estes a informatização do sistema bancário não seria possível. Com o advento da tecnologia, o custo da implementação de sistemas eletrônicos caiu, de modo que terminais eletrônicos espalharam-se por diversos locais. Além destes, o crescimento do uso das tecnologias da informática e das telecomunicações nas atividades financeiras repercutiu no que tange ao processo de internacionalização financeira e no processo de regulamentação dessas atividades. (LIMA, 1997, p. 13).

---

<sup>27</sup> Para maiores informações ver LIMA (1997)

---

## INOVAÇÕES FINANCEIRAS

---

De modo geral um produto financeiro deve oferecer três atributos: liquidez, risco e rentabilidade. A combinação ótima seria uma maior liquidez, para um menor risco, com uma maior rentabilidade. O surgimento de novos financeiros visa atender a necessidades existente, seja de maneira expressa ou de forma oculta. Podem ser originadas de condicionantes externos aos mercados financeiros ou por motivações do sistema financeiro. Como exemplo temos a volatilidade das taxas de juros e de câmbio e a necessidade de uma maior capitalização dos bancos. (LIMA, 1997, p. 53).

Existem duas interpretações sobre o processo de inovações financeiras: a chamada visão americana e a visão européia. A “visão americana” relaciona o surgimento de inovações financeiras à necessidade de contornar regulamentos inadequados uma vez que os mercados sempre responderam aos obstáculos impostos a eles. São considerados exógenos, ou coadjuvantes, à estimulação da inovação elementos como a inflação e as mudanças tecnológicas<sup>28</sup>. A “visão européia”, por sua vez, é baseada no

---

<sup>28</sup> Para maior clareza sobre a justificativa desse pressuposto, ver LIMA (1997, p. 55).

modelo desenvolvido pelo BIS<sup>29</sup> – Bank for International Settlements – em 1986, muito mais sofisticado que o anterior e tem por objetivo analisar as inovações financeiras. De acordo com o modelo do BIS, a dificuldade de se construir um modelo teórico para a análise das inovações, consiste na própria definição do objeto. Como o conceito de inovação financeira é baseado em termos amplos e cada instrumento depende da combinação de diversas características (rentabilidade, maturidade, riscos, e outros), este conceito se modifica à medida que estas combinações variam. Como muitas características não são mensuráveis, não é possível ter uma definição exata de inovação financeira. (LIMA, 1997, p. 54-5).

Segundo o modelo classificatório do BIS (1986), a razão para os agentes demandarem inovações financeiras, é o desejo destes por um instrumento financeiro que atenda às seguintes funções do setor financeiro: a promoção de mecanismos de transferência de risco entre os agentes econômicos via sistema econômico; o incremento de liquidez para a economia, objetivando a troca de ativos entre os agentes; e a geração de crédito (ou débito) para a manutenção da riqueza (LIMA, 1997, p. 56-7).

---

<sup>29</sup> Segundo Lima (1997) o relatório do BIS (1986) é fundamental ao se estudar as inovações financeiras, pois este fornece “parâmetros adequados para se fazer à avaliação das implicações macroeconômicas que essas inovações tem trazido desde a década de oitenta”. Este foi também “o primeiro esforço mais consistente de ordenamento da plethora de novos produtos que surgiu a partir dos anos oitenta”. (LIMA, 1997, p. 62-3).

Dessa forma, um papel a ser cumprido pelos novos produtos financeiros é oferecer ao agente econômico a possibilidade de transferir o risco de mercado, de preço ou de crédito intrínseco em determinado ativo financeiro. Este papel tem grande peso atualmente, devido a grande instabilidade dos preços dos ativos e da deterioração da credibilidade por partes dos agentes envolvidos no processo. Esta instabilidade é justificada pela grande volatilidade das taxas de juros e de câmbio.

Com relação à função de incremento de liquidez, os instrumentos devem proporcionar uma maior liquidez, também compreendida como negociabilidade, a papéis que já existam ou a novos produtos. As primeiras modificações neste sentido ocorreram na década de 70, com fundos mútuos. Nos anos 1980, com prazos de maturidade mais longos, surgiram as securities.

Finalmente, a função geração de crédito (ou débito) a ser cumprida pelas novos produtos significa um aumento da oferta de crédito via inovações, estas resultantes de uma ampliação no volume geral de crédito ou de modificações na forma de concessão de crédito.

Por outro lado, a oferta de um novo instrumento deriva de quatro fatores básicos: intensificação da concorrência; necessidade de aumento da capitalização devido as mudanças regulatórias; tecnologia; e dinâmica do processo de inovações. (LIMA, 1997, p. 60).

Entende-se por intensificação da concorrência o aumento das disputas entre as unidades bancárias (domésticas e internacionais; bancárias e não bancárias; ou ainda as financeiras e não-financeiras). Como diversos serviços financeiros passaram a ser oferecido por qualquer empresa de qualquer setor e qualquer nacionalidade (empréstimos, depósitos, cartões de crédito e seguros, por exemplo), bastava à existência de uma base de clientes.

Um exemplo prático é o das grandes empresas de varejo, tipo lojas de departamentos, que passam a oferecer, à sua base de clientes, produtos do setor financeiro.

A necessidade de aumento da capitalização é fruto da deterioração dos ativos bancários, uma vez que, em meados da década de 1980, os bancos estavam com um passivo (dívidas) maior que o seu ativo (bens e direito). O aumento desta deterioração levou as autoridades monetárias a exigirem um grau de alavancagem mais baixo, ou seja, um menor coeficiente entre os ativos existentes nos balanços dos bancos e o capital próprio.

Como resultado, surge o aumento da necessidade de capitalização por parte das instituições financeiras bancárias, visando a manutenção do seu nível de operações. Este contexto, de aumento da concorrência e da elevação da regulamentação foi de grande estímulo para que os bancos criassem operações com instrumentos que não estivessem nos seus balanços, crescendo assim a procura por

derivativos, pois estes não constavam no balanço dos bancos. (LIMA, 1997, p. 60-2).

Finalmente, o avanço tecnológico também contribuiu para o aumento da oferta de novos produtos financeiros, pois reduz custos operacionais e de obtenção de informações. A expansão da intercomunicação entre os mercados domésticos e internacionais, só foi possível graças à contribuição dos sistemas de informação. Proporcionando assim, condições para o surgimento dos derivativos.

Derivativos são instrumentos financeiros que se originam do valor de um outro ativo, tido como ativo de referência. Um contrato derivativo não apresenta valor próprio, o valor deste deriva do valor de um bem básico (commodities, ações, taxas de juros, etc). As operações com estes ocorrem de maneira geral nos mercados futuros, swaps, opções. (ASSAF NETO, 2009, p. 251).

Os mercados futuros são formados por contratos negociados a termo<sup>30</sup>, com prazos e preços pré-fixados. Estes se referem a uma atividade, financeira ou real. O sistema de liquidação é realizado pela diferença estabelecida a partir do preço negociado e do preço de mercado na hora da liquidação. Ou seja, é um compromisso de compra ou venda, na data estabelecida, com um preço e um objeto já determinado. Seu valor varia de acordo com o índice de referência utilizado (taxa de juros ou taxa de câmbio, por exemplo). Principais

---

<sup>30</sup> De acordo com Sandroni (1992) a termo é o mesmo que a prazo.

características são prazos determinados; explicitação da atividade financeira e do produto ao qual o contrato se refere; definição do modelo de negociação. (LIMA, 1997, p. 72-3).

A operação de swap objetiva uma compra acoplada a uma venda ou vice-versa. São “operações casadas” estabelecidas entre as partes. (LIMA, 1997, p. 81). Também pode ser interpretado como acordos que visam “uma troca de fluxos de caixa futuros por um certo período de tempo. (...) Os agentes trocam indexadores das operações de captação ou aplicação de recursos sem interferir no seu principal”. (ASSAF NETO, 2009, p. 268).

As opções constituem-se em um contrato de opção. É um acordo firmado entre duas partes: o vendedor (writer ou seller) e o comprador (buyer ou holder). Com base neste acordo, o comprador adquire o direito de exercer a opção estabelecida, de compra ou venda, ou seja, o comprador durante o tempo que o acordo vigorar poderá optar se compra (vende) o instrumento financeiro sobre o qual o contrato foi firmado. Este acordo dá o direito de compra/venda, não é uma obrigação. (LIMA, 1997, p. 84).

No mercado de derivativos existem três tipos de participantes, o hedger, o especulador e o arbitrador. O hedger participa do mercado visando reduzir seus riscos financeiros, ou seja, assume posições que proporcionem proteção aos seus portfólios. Já o especulador assume uma posição de risco, visando obter ganhos elevados, a tendência é que esses saiam do mercado quando obtiverem ganhos, e

retornem num momento de desequilíbrio. O arbitrador tem o intuito de tirar vantagens financeiras por meio de transações simultâneas, ou seja, age ao perceber que existem preços em dois ou mais mercados que estão distorcidos, sua importância diz respeito à manutenção dos preços futuros e a vista<sup>31</sup>. (ASSAF NETO, 2009, p. 252) e (LIMA, 1997, p. 74).

As vantagens do uso de derivativos no mercado financeiro são uma maior atração ao capital de risco, permitindo uma garantia de preços futuros para os ativos; a criação de defesas contra variações nos preços; ampliação do gerenciamento do risco; a realização de negócios de maior porte, com um capital relativamente pequeno, em volume, e com um nível de risco conhecido. (ASSAF NETO, 2009, p. 251).

---

<sup>31</sup> Ao utilizarem-se os termos preços futuros e a vista, refere-se aos preços em mercados futuros e em mercados a vista. Mercados Futuros já foi fornecido o conceito. Mercados a vista, também são chamados de Mercados Spot e é o “Mercado de commodities em que os negócios são realizados com pagamento à vista e entrega imediata das mercadorias. Distingue-se do mercado futuro ou do mercado a termo, em que os contratos são feitos para pagamento e entrega posteriores”. (SANDRONI, 1992, p. 382).

---

## GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

---

Denomina-se globalização financeira a ampliação e modificação na estrutura dos mercados financeiros. Esta é fruto da internacionalização do capital, sobre tudo após a Segunda Guerra Mundial, e do desenvolvimento das tecnologias. Apoiadas nesses novos sistemas de informações as inovações financeiras criaram novos mercados, reforçando a necessidade da desregulamentação dos mercados domésticos para que a ampliação e a interligação do Sistema Financeiro Internacional ocorresse. (LIMA, 1997, p. 46).

A internacionalização dos mercados monetários e de capitais ocorre de diversas maneiras, como exemplos têm-se: a forma clássica, onde instituições financeiras estabelecem-se nos principais centros financeiros, montando ali sua estrutura física propriamente dita, quer seja como um escritório de representação ou como uma filial; a diversificação de portfólio de investidores institucionais como fundo de pensão, fundos mútuos e companhias de seguro, por meio da manutenção em carteira de títulos estrangeiros e/ou negociados em outras praças fora do país de origem; grandes empresas emitindo seus títulos em diversas bolsas espalhadas pelo mundo. (LIMA, 1997, p. 46-7).

Aglietta (1995, p. 117 apud Lima, 1997, p. 47) nos diz a respeito do caráter contraditório do processo de globalização:

A globalização move-se por forças contraditórias. De um lado, existem tendências homogeneizantes: formou-se um mercado de liquidez no atacado em escala mundial; a desregulamentação teve efeitos contagiantes; a concorrência eliminou a separação entre os bancos e demais agentes financeiros. Mas, por outro lado, continuaram a existir sistemas financeiros diferentes, sem que se possa pretender que os princípios de organização que lhes dão embasamento irão ceder espaço a um tipo universal de finanças.

A desregulamentação do sistema financeiro, o surgimento das securities, o processo de securitização, a desintermediação do sistema e o surgimento dos novos produtos são processos que ocorrem interligados. E de maneira geral, tem por objetivo o aumento dos retornos e a disseminação dos riscos. Neste novo sistema, onde o risco é praticamente eliminado, surge possibilidade de especular.

---

## **CAPÍTULO 5**

---

### **DA DESREGULAMENTAÇÃO À CRISE**

O objetivo deste capítulo é mostrar como essas novas tendências do sistema financeiro internacional (desregulamentação, desintermediação, securitização e inovações financeiras) vão refletir o desenho do sistema financeiro dos Estados Unidos. É exatamente essa forma de funcionamento do sistema que irá levar a crise do subprime.

Inicialmente será visto as evidências empíricas que justificam as medidas tomadas por parte das autoridades monetárias norte-americanas – variação da taxa de juros que se refletiu numa variação do produto interno bruto.

Após isto, sob influência da desregulamentação financeira, será visto como o aumento da competição entre as instituições financeiras levou a modificações no destino dos investimentos. Isto se refletindo no sistema imobiliário norte-americano. Para isso analisaremos a formação do sistema imobiliário dos Estados Unidos e a sua desregulamentação. Veremos o processo de securitização do mercado de hipotecas, como ocorreu e como este funciona.

Na sequência analisaremos a euforia do mercado subprime, como este é formado, no que ele consiste, como

funciona e quais os acontecimentos fizeram com que este não funcionasse corretamente. Posteriormente analisaremos a crise deste sistema subprime, qual a sucessão de fatos que a desencadeou e como ocorreu. A ação do governo objetivando salvar a economia será vista na seção 5.5. Nesta mesma seção será analisada também a quantidade de recursos desembolsado pelas autoridades financeiras para socorrer bancos e instituições financeiras, a falência de alguns bancos, e como isto se refletiu na economia real, com desemprego e queda nas taxas de crescimento.

A segunda metade da década de 1990, nos Estados Unidos, foi marcada por uma relativa estabilidade econômica. Conforme se verifica na tabela 01, de 1996 até 2000, o crescimento do PIB - produto interno bruto - nos Estados Unidos foi maior que o PIB mundial. Em tal cenário, muitos economistas passaram a se indagar se os ciclos econômicos haviam ficado obsoletos. Robert Lucas e Ben Bernanke foram a público, com o argumento de que, apesar da economia ainda estar sujeita a retrocessos ocasionais, os dias de recessões realmente graves, eram fatos do passado pertenciam ao passado. (KRUGMAN, 2009).

**Tabela 01.** Evolução da variação do PIB nos Estados Unidos e no Mundo – Período 1990-2009.

Ano	Estados Unidos	Mundo
1990	1,9	3
1991	-0,2	1,5
1992	3,4	2,0
1993	2,9	2,0
1994	4,1	3,4
1995	2,5	3,3
1996	3,7	3,7
1997	4,5	4,0
1998	4,4	2,6
1999	4,8	3,6
2000	4,1	4,8
2001	1,1	2,3
2002	1,8	2,9
2003	2,5	3,6
2004	3,6	4,9
2005	3,1	4,5
2006	2,7	5,1
2007	2,1	5,2
2008	0,4	3,0
2009 (1)	-2,7	-1,1

Fonte: FMI – Fundo Monetário Internacional, 2009.

(1) Projeção do Fundo Monetário Internacional - FMI.

Ao longo de toda a década de 1990, conforme vemos na tabela 02, o FED manteve a taxa de básica de juros num patamar muito baixo, visando reverter o cenário dos anos 1980<sup>32</sup>. Desta maneira os ganhos em aplicações tradicionais reguladas pela taxa básica de juros dos bancos e financeiras dos Estados Unidos se mantiveram também bastante baixos.

A associação entre política monetária expansiva, as transformações ocorridas no sistema financeiro (maior concorrência entre as instituições bancárias, maior liberdade para os agentes e para as instituições financeiras, estes

<sup>32</sup> Nos anos 191980, a taxa de juros era muito elevada, o que resultava numa baixa inflação. Estas taxas elevadas duraram um certo tempo, e a economia norte-americana acabou entrando em um processo de recessão, pois os lucros obtidos em aplicações que rendiam baseadas na taxa básica eram maiores que se fossem investidos em capital produtivo.

poderiam escolher onde e como operar) e o aumento da oferta de diversos produtos financeiros, que tinham como característica a redução do risco e a possibilidade de especulação, marcaram o desenho do Sistema Financeiro dos Estados Unidos anos 1990.

**Tabela 02.** Evolução da taxa básica de juros norte-americana – Período 1980-2008.

Ano	Taxa Básica de Juros
1980	13,35
1981	16,39
1982	12,24
1983	9,09
1984	10,23
1985	8,10
1986	6,80
1987	6,66
1988	7,57
1989	9,21
1990	8,10
1991	5,69
1992	3,52
1993	3,02
1994	4,21
1995	5,83
1996	5,30
1997	5,46
1998	5,35
1999	4,97
2000	6,24
2001	3,88
2002	1,67
2003	1,13
2004	1,35
2005	3,22
2006	4,97
2007	5,02
2008	1,92

Fonte: FMI – Fundo Monetário Internacional, 2009.

O aumento da competição entre as instituições bancárias e não bancárias, possível graças à desregulamentação financeira, levou as financeiras a entrar em mercados que antes pertenciam apenas aos bancos, e os bancos a adentrar em mercados que antes pertenciam

apenas às financeiras. Além disso, os ganhos relativamente baixos nos mercados tradicionais de empréstimos a firmas, consumidores e governos, levavam as instituições financeiras a buscar mercados que prometessem uma remuneração maior. O fato é que mercados mais promissores de modo geral são os apresentam maior risco.

Sob este cenário de aparente estabilidade e visando lucros mais elevados, os mercados financeiros de países emergentes passaram a ser explorado. Maiores taxas de juros, maiores lucros, maiores riscos. Porém a sucessão de crises de balanço de pagamentos, México em 1994, seguido da Ásia, Rússia, Brasil, entre outros, deixou claro que este era um segmento de rápida deterioração. Além disso, “mercados emergentes não são suficientemente grandes para sustentar a lucratividade de um enorme sistema financeiro como o norte-americano”. (CARVALHO, 2008, p. 17). De tal modo que se buscou explorar outros mercados.

Nesse contexto, o mercado de financiamento imobiliário dos Estados Unidos pareceu extremamente promissor. Apesar de grande e maduro, este mercado é considerado de lento crescimento, principalmente nas últimas décadas onde a população norte-americana começou a envelhecer. Para as instituições financeiras que buscavam ampliar seus lucros, era necessário fazer com que este mercado crescesse de modo mais acelerado que o crescimento vegetativo da população.

De maneira geral os contratos referentes ao financiamento de compra de residências, denominados de hipotecas residenciais, são contratos de longa duração. Nestes, o próprio imóvel é dado como garantia do empréstimo. Sendo assim, o comprador não é dono do imóvel até que o pagamento total seja realizado. Caso ocorra inadimplência por parte do comprador, o financiador retoma o imóvel, e pode fazer com este o que lhe parecer melhor, inclusive revender para recuperar seu investimento inicial. Normalmente, o banco que financia a hipoteca não deseja retomar o imóvel, pois além de perder a receita referente aos juros sobre o empréstimo, tem ainda que desembolsar o valor referente as demais despesas proporcionadas pela simples posse do imóvel (condomínio, conservação, taxas básicas, entre outras). Se com o passar do tempo, porém, a situação não vir a ser solucionada por parte do comprador, a retomada do imóvel passa a ser a medida menos onerosa.

Para evitar prejuízos e ter que retomar muitos imóveis devido à falta de pagamento por parte dos compradores, os bancos que forneciam empréstimos a hipotecas, tradicionalmente, analisavam o crédito do possível comprador, analisando sua renda, seu histórico financeiro, suas referências pessoais, sua situação empregatícia, dentre outros. Evitando assim as chances de fornecer um empréstimo que provavelmente não seria liquidado.

Visando uma maior exploração do mercado imobiliário e o aumento dos lucros, este mercado foi aberto para tomadores chamados subprime<sup>33</sup>.

---

## A FORMAÇÃO E A DESREGULAMENTAÇÃO DO MERCADO IMOBILIÁRIO NORTE-AMERICANO

---

O setor da construção civil é um setor muito importante no cenário econômico, pois este gera renda a diversas camadas da sociedade, desde a extração das matérias primas utilizadas na fabricação de edifícios e casas, até o vendedor do produto acabado. A importância do ciclo da construção vem sendo destacada por diversos autores, tratando mais especificamente dos Estados Unidos, Matthews (1959, p. 101 apud GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 24) afirma que:

a construção de prédios tem sido em geral o componente mais instável do investimento fixo e também um dos mais importantes, chegando em alguns períodos a uma quarta parte ou mais do investimento total. Além disso, o volume da construção de casas determina em grande parte o nível de certas outras formas de investimento, tais como a construção de utilidades públicas urbanas, e apresenta efeito considerável sobre a procura de artigos duráveis de consumo, tais como instalações e mobiliários.

---

<sup>33</sup> Trataremos do conceito mais adiante.

Assim, não há como a atividade econômica de um país não ser influenciada pelo nível de construções.

O ciclo de construção é considerado longo, e de baixa dependência direta em relação à renda<sup>34</sup>. Conforme foi registrado pelo Residential Finance Survey de 2001, aproximadamente 97% das residências nos Estados Unidos haviam sido adquiridas via empréstimos hipotecários e apenas 1,6% à vista, em dinheiro. (CHAMBERS, GARRIGA E DON SCHLAGENHAUF, 2007, p. 6 apud GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 25). O setor, portanto, não depende da renda do comprador no ato da compra, mas sim do crédito habitacional, de seus prazos e custos, a qual o comprador tem acesso. Desta maneira, as mudanças na estrutura do sistema financeiro habitacional refletir-se-ão no desempenho da atividade.

O crédito habitacional norte-americano, da década de 30 até meados da década de 80, dependia essencialmente das associações de poupança em empréstimo, as chamadas Savings & Loans (S&L). Com a liberalização financeira e o desenvolvimento da securitização de títulos hipotecários, houve uma reestruturação do sistema financeiro habitacional norte-americano, integrando este ao mercado de capitais.

---

<sup>34</sup> . Isto se deve a alguns fatores, inicialmente temos o fato da inexistência, sob causas normais, de excesso de demanda. Ou seja, o excesso de demanda só ocorrerá se situações atípicas acontecerem, por exemplo, um surto de prosperidade coletiva, ou uma guerra, aonde as residências venham a ser dizimadas.

Por meio de uma análise da evolução do mercado habitacional norte-americano, verifica-se uma forte relação entre o ciclo da construção e as condições do mercado de crédito habitacional, sendo que estes se alteraram de modo expressivo nos últimos 80 anos. Pode-se justificar essa grande alteração devido às crises que se sucederam nesse mesmo período.

No ano de 1900 cerca de 30% das residências nos Estados Unidos eram hipotecadas em 40% do seu valor, já no início da década de 1970 mais de 60% do total de residências estavam hipotecadas a mais de 50% do seu valor. Esse crescimento altamente elevado ocorre junto ao aumento da proporção das residências ocupadas pelos próprios proprietários (62,5% na década de 1960 contra cerca 30% em 1930), e se explica em grande parte, pelo desenvolvimento das instituições do sistema financeiro habitacional norte-americano após a Grande Depressão. Este sistema viu-se totalmente reformado no final dos anos 80. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 25).

Na década de 20, o empréstimo hipotecário era de curto prazo, variando até no máximo 10 anos, e cobria entre 50% e 60% do valor do imóvel. De modo que, era comum uma segunda ou terceira hipoteca com elevadas taxas de juros. Mesmo que houvesse alguns experimentos com hipotecas amortizadas anualmente, por associações de poupança e empréstimo, o mais comum eram pagamentos totais ou

amortizações parciais ao final. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 26).

O programa habitacional norte-americano iniciou no começo da década de 30, durante a Grande Depressão. Em 1932, visando ajudar as instituições que financiavam a aquisição de residências, o Congresso dos Estados Unidos criou o Federal Home Loan Bank System, supervisionado pelo Home Loan Bank Board. A principal função deste supervisor era prover liquidez às instituições membro, via empréstimos assegurados por hipotecas. Mesmo com a exigência de qualificação a todas as instituições que operassem no mercado habitacional, a grande maioria era composta de Savings & Loans Associations, ou seja, associações de poupança e empréstimo<sup>35</sup>.

Em 1933, o Congresso criou a Home Owners Loan Corporation (HOLC), esta tinha por finalidade o empréstimo de recursos a devedores ameaçados de execução das hipotecas, também era supervisionada pelo Home Loan Bank Board. A HOLC parou de operar em junho de 1936 e, da sua criação até esta data, desembolsou três bilhões de dólares.

Em 1934 criou-se o Federal Housing Administration (FHA), resultado da mudança do foco do programa habitacional norte-americano, que deixava de ser o resgate, passando a focar a recuperação do sistema habitacional. De início a FHA assegurou hipotecas de até 80% do valor do

---

<sup>35</sup> Segundo Sandroni (1999, p. 28) “são sociedades cooperativas que têm como finalidade a concessão de empréstimos exclusivamente aos associados”.

imóvel, com baixas taxas de juros e amortização em 20 anos. Foi autorizada, em 1938, a garantir hipotecas de até 90% do valor do imóvel de residências novas num valor de até 6 mil dólares. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 27-8).

No ano de 1938, foi aprovada a legislação que autorizava o governo a patrocinar o mercado secundário de hipotecas, onde eram realizadas as compras de hipotecas de propriedades comerciais urbanas. Para isto, criou-se a Federal National Mortgage Association (FNMA, ou Fannie Mae), que passou a comprar hipotecas asseguradas pela FHA na ausência de interesse do capital privado. Em 1948, cerca de dez anos após a sua criação, a FNMA já era um importante fator no financiamento da construção residencial urbana. Durante a Segunda Guerra Mundial, criou-se a National Housing Agency, tinha por objetivo centralizar e coordenar o financiamento e a construção de residências públicas e privadas durante a guerra. Esta reunia as maiores agências habitacionais federais<sup>36</sup>.

O Housing Act de 1968, modificou novamente o sistema habitacional norte-americanos. Desta vez a Fannie Mae foi desmembrada em duas agências: a Government National Mortgage Association (GNMA, ou Ginnie Mae) responsável pelas hipotecas de baixa renda, e a Fannie Mae, que se tornou uma corporação privada mantida pelo governo.

---

<sup>36</sup> Federal Home Loan Bank, a Federal Housing Administration e a Federal Public Housing Authority.

Foi introduzido assim, um sistema privado de sustentação do mercado secundário de hipotecas.

Nesse novo sistema, a Fannie Mae passou a tomar recursos a taxas de juros abaixo das de mercado (via emissão de debêntures baseadas nas suas hipotecas ou por financiamento do Tesouro), e os emprestava aos bancos hipotecários. Estes por sua vez, originavam novos empréstimos hipotecários. Já a Ginnie Mae, além de assumir a função de gerenciamento e liquidação da Fannie Mae, passou a emitir garantias de títulos baseados em empréstimos hipotecários. Em 1970 o Federal Home Bank Board criou o Federal Loan Mortgage Corporation (“Freddie Mac”), este tinha, além dos mesmos poderes da Fannie Mae, a permissão de adquirir e vender hipotecas convencionais das Savings & Loan, inclusive as não garantidas pela FHA e nem pela Veteran's Administration (VA)<sup>37</sup>. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 28-30).

Na década de 70, com a elevação das taxas de juros norte-americanas muitos depositantes das Savings & Loans passaram a transferir seu dinheiro para fundos do mercado monetário que tinham maior rentabilidade, gerando assim uma perda expressiva nos recursos disponíveis nas S&L. Esta perda aconteceu num momento de boom do mercado hipotecário, o valor total do crédito hipotecário passou de 700 bilhões de dólares em 1976 para 1,2 trilhões de dólares

---

<sup>37</sup> Crédito hipotecário para veteranos de Guerra, criado depois da Segunda Guerra Mundial. Para maiores informações ver GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 28-9.

em 1980. De modo que, essas instituições estavam envolvidas com hipotecas de longo prazo e taxas fixas de juros. Assim, quando a taxa de juros do mercado aumentou, o valor presente dos créditos habitacionais caiu, e ficou abaixo do valor de face dos títulos, corroendo então o balanço das S&Ls. Ainda em 1978, na tentativa de resolver este problema, as S&Ls da Califórnia (supervisionada pelo governo federal) foram autorizadas a investir e emitir hipotecas com taxas de juros ajustáveis, as chamadas ARMs, objetivando eliminar as diferenças em relação as S&Ls estaduais. Em 1979 esta autorização foi extensiva a todas as S&Ls federais.

Visando tornar as Savings & Loans mais atraentes para os depositantes, uma série de medidas foi tomada. Em 1980, o Congresso aprovou o Depository Institutions Desregulation and Monetary Control Act, dando permissão às S&Ls para oferecer depósitos à vista e removeu a Regulação Q<sup>38</sup>. Outra medida foi à ampliação, por parte do FSLIC – Federal Savings and Loan Insurance Corporation, do limite das coberturas, passando de 70% para 100% do montante dos recursos depositados, e o teto passou para 100 mil dólares. Como estas medidas não foram suficientes para melhorar a situação financeira das S&Ls, em 1982 aprovou-se o Garn – St Germain Depository Institutions Act, autorizando-as a emitirem cartões de crédito, operar no comércio de imóveis, realizar empréstimos comerciais, tomar dinheiro emprestado

---

<sup>38</sup> Esta regulação estabelecia limites para as taxas de juros de contas de poupança. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 30).

junto ao FED e a pagar taxas de juros mais elevadas para os depósitos.

Todas estas medidas resultaram numa maior liberdade para as S&Ls que puderam expandir suas operações. Passaram inclusive a atuar via brokers, que compravam fundos no mercado para recompor o balanço das S&Ls. O conjunto dessas modificações no sistema imobiliário norte-americano deixa claro que os processos de desregulamentação haviam chego inclusive a este segmento. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 30-1).

Porém em 1985, com o colapso do Home State Savings Bank de Ohio, iniciou-se uma crise. No período de 1986 a 1989, a FSLIC fechou ou interveio em 296 instituições. Entre 1980 e 1994, mais de 1.600 bancos garantidos pelo Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) foram fechados ou receberam assistência. De acordo com o General Accounting Office, o custo da crise, entre 1986 a 1996, somou cerca de 1.601,1 bilhões de dólares, destes, cerca de 124,6 bilhões de dólares couberam ao governo americano. Isto resultou numa retração do sistema financeiro e da construção residencial. O número de residências construídas passou de 1,8 milhão de unidades em 1986 para 1 milhão em 1991. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 31).

Dentre as instituições que deixaram de existir ou modificaram sua função destacam-se a Federal Savings and Loan Insurance Corporation e o Federal Home Loan Bank Board, ambas foram abolidas pelo Financial Institutions

Reform, Recovery and Enforcement Act (FIRREA), de 1989, que instituiu o Office of Thrift Supervision (OTS) e o Federal Housing Finance Board (FHFB). O OTS tinha por principais funções autorizar, regular, examinar e supervisionar as instituições de poupança. O FHFB era uma agência independente de supervisão dos doze Federal Home Loan Banks. O FIRREA também deu a Freddie Mac e a Fannie Mae responsabilidades adicionais para apoiar o crédito hipotecário para famílias de baixa e moderada renda. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 31).

Mediante este novo cenário, desregulamentado - com a chance de maiores lucros, uma maior possibilidade de variedade de investimentos e o “relaxamento” da regulação por parte das instituições reguladoras - fizeram surgir à especulação neste setor. Agentes que já possuíam hipotecas passaram a adquirir uma segunda e até uma terceira hipoteca, grande parte para aproveitar as taxas de juros baixas no início do empréstimo a fim de investir o recurso em um produto financeiro mais lucrativo.

---

## A SECURITIZAÇÃO DO MERCADO DE HIPOTECAS

---

Apesar da securitização ter se originado na década de 1970, quando se desenvolveu um mercado para a Ginnie

Mae, a primeira “operação pura de securitização” foi realizada apenas em 1985, quando o Banco de Boston começou a utilizar créditos hipotecários. (WARD & WOLFE, 2003, p. 61 apud GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 32).

A operação de securitização de hipotecas ocorre quando a instituição originadora cria uma outra instituição denominada veículo de finalidade específica (SPV - Specific-Purpose Vehicle), que compra parte do portfólio da instituição, emitindo títulos lastreados nessa compra. Em outras palavras é quando uma instituição (pode ser a Ginnie Mae, a Fannie Mae, ou um banco) cria uma SPV (em português: veículo de finalidade específica), que compra parte das hipotecas da instituição (as MBSs - Mortgage-Backed Securities). De modo geral, os compradores desejam que esses títulos tenham elevado grau de investimento. Desta maneira, a SPV recebe garantias de uma instituição financeira - o próprio banco originador, a FHA ou a Ginnie Mae - com esta garantia torna-se muito mais fácil à obtenção do grau de investimento adequado junto às agências classificadoras de risco. Tornando-os muito mais atrativos para os compradores. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 32).

No início da década de 90, as instituições patrocinadas pelo governo (Ginnie Mae, Fannie Mae e Freddie Mac) respondiam por cerca de 50% do total de hipotecas nos Estados Unidos, contra 5% em 1970. A participação das S&Ls no total dos empréstimos hipotecários deixou uma participação de cerca de 50% em 1980, para algo

em torno de 13% no início de 2000, já as instituições patrocinadas pelo governo saíram de 10% de participação para cerca de 46%. Isto nos mostra o quão envolvido estava o governo norte-americano neste mercado de hipotecas. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 34).

Analisando a partir da visão do banco, a securitização transfere o risco hipotecário para os investidores, reduz os custos operacionais bancários e ainda remove as hipotecas dos balanços, praticando o que se chama de operações fora do balanço. Estas operações têm por objetivo a fuga da regulamentação a qual estas instituições estão sujeitas e a obtenção de lucros maiores que os proporcionados nos investimentos tradicionais. Para os investidores, os benefícios concentram-se na diversificação da carteira proporcionada pelo investimento nestes ativos e na expectativa de retornos mais elevados. Isto, pois os rendimentos proporcionados para os investidores são dados pela taxa do crédito hipotecário menos os ganhos do banco originador e os custos relativos ao ativo<sup>39</sup>. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009).

---

## A EUFORIA DO MERCADO SUBPRIME

---

---

<sup>39</sup> De modo geral, são eles: “os custos da administração das MBSs, o prêmio do seguro e os custos da classificação de risco”. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 31-2).

A estabilidade presente no começo da década de 90 nos Estados Unidos, a crescente desregulamentação e a possibilidade de especulação, ressaltaram o interesse, por parte dos bancos e das financeiras, em obter maiores lucros. Este anseio levou a uma exploração de um mercado até então inexplorado, o mercado subprime.

O mercado subprime era muito atrativo não apenas por ser um mercado potencial de grande porte, mas também por apresentar uma lucratividade mais elevada, já que sendo mais arriscado tendia a remunerar com taxas mais elevadas que o mercado prime<sup>40</sup>.

O termo, subprime, se refere a indivíduos que não teriam renda, garantias, ou um histórico de crédito que justificassem o fornecimento do empréstimo, ou seja, são agentes econômicos que estão fora do mercado de financiamento de imóveis por falta de qualificações suficientes para convencer as instituições financeiras de que o risco que este empréstimo implicaria era aceitável. (CARVALHO, 2008, p. 18).

Os motivos para o crédito ser negado eram diversos, desde inadimplência, insuficiência de renda comprovada, até incapacidade de dar a entrada tradicional. Como o contexto era de abundância de capital financeiro e de um mercado habitacional em crescimento, muitas famílias solicitavam

---

<sup>40</sup> O mercado prime era o dito mercado “normal”, aquele cujos agentes tomadores de empréstimos apresentavam as garantias necessárias e tradicionais. (CARVALHO, 2008, p. 18).

este tipo de crédito. Assim sendo, o crédito subprime foi criado para atender esta demanda, esse mercado potencial. Era uma forma de possibilitar ao consumidor adquirir uma residência financiada enquanto construía ou reconstruía o seu crédito. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 38).

O mercado subprime foi formado inicialmente, pelos tomadores que de fato não tinham renda comprovada, emprego fixo, não tendo, assim, como dar garantias ao mercado. Além disso, havia a possibilidade de que, durante o período de taxas fixas, este cliente subprime conseguisse construir ou reconstruir o seu crédito e migrar para o mercado prime. Se essa migração ocorresse o tomador não estaria sujeito às altas taxas de juros do subprime. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 38).

Ao contrário das hipotecas prime, concedidas a tomadores que dão a entrada tradicional e comprovam os seus rendimentos, as hipotecas subprime correspondem àqueles casos em que, ao adquirir um imóvel através do crédito hipotecário, o comprador-devedor não é capaz de dar qualquer entrada e/ou não tem renda comprovada. Além dessas hipotecas, no mercado norte-americano ainda se pode encontrar os créditos jumbo, que em geral, também são prime, mas ultrapassam o teto de 417.00 dólares, que pode ser adquirido e garantido pelas empresas patrocinadas pelo governo federal [Fannie Mae, a Freddie Mac e a Ginnie Mae], e as hipotecas near-prime, ou seja, próximas das hipotecas prime, correspondendo a tomadores que não conseguem documentar a totalidade de seus rendimentos ou dar a entrada tradicional. Em fins de 2007, cerca de 79% dos créditos hipotecários existentes eram do tipo prime, 14% subprime e 6% near prime. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 35-6).

O suporte teórico para a consolidação do mercado de subprime estava baseado em modelos estatísticos que, ao evitar a análise subjetiva do setor bancário envolvido no consentimento do crédito, levavam em consideração apenas informações quantitativas (e séries temporais) permitindo calcular a probabilidade de sucesso de um empréstimo, se tudo se mantiver constante, ou seja, se a situação continuar como está no presente. Caso a situação mudasse (como de fato mudou) os cálculos não terão grande utilidade.

O contexto econômico norte americano neste período, final dos anos 1980 até meados de 2006, era de uma sustentada prosperidade e estabilidade, de modo que, considerar as séries temporais parecia ser algo plausível. Ao longo desse período, praticamente duas décadas e meia, as únicas interrupções de crescimento da econômica norte-americana ocorreram em duas recessões leves e rápidas. O que contribuiu enormemente para a instauração de um cenário de confiança e de estabilidade.

Como resultado a esse cenário interno favorável, o emprego manteve-se crescente ou estável na maior parte do tempo. Assim, pessoas sem renda fixa e com empregos informais passaram a aparecer nas estatísticas como indivíduos de renda estável. “Os modelos estatísticos de análise de crédito sugeriram que, como essas pessoas conseguiram trabalho no passado, elas continuariam conseguindo no futuro”, ou, em outras palavras como a

economia norte-americana foi bem no passado, ela iria bem para sempre. Deste modo, o risco de perda do empréstimo foi subestimado pelos bancos e financeiras envolvidos no processo. (CARVALHO, 2008, p. 18).

A partir de meados dos anos 80, bancos e financeiras utilizaram-se de um processo de securitização para aumentar a atratividade para os investidores nas hipotecas subprime. O primeiro a fazer uso deste procedimento foi o Banco de Boston, em 1985, este começou a utilizar créditos hipotecários para realizar securitização. A lógica por trás do processo consistia em tomar um certo número de contratos de hipotecas, que prometem pagar uma determinada taxa de juros, para usar como base de um título financeiro (cuja remuneração é baseada nos juros pagos pelo tomador da hipoteca). Assim, o título é vendido (para fundos de investimento, famílias, empresas com recursos disponíveis, bancos, entre outros). Para o banco que tomava as hipotecas para formar o título a vantagem era que o comprador desse papel, em geral, não tinha a noção precisa do risco que estava comprando, pois ele não sabia quais hipotecas que lhe serviam de lastro. Já para persuadir os indivíduos a tomarem esses empréstimos os bancos e financeiras, fizeram uso de diversos artifícios, dentre eles a cobrança de baixas taxas de juros nos primeiros anos do empréstimo, aumentando-as num período seguinte. (CARVALHO, 2008, p. 19).

Com elevados retornos das operações de securitização de hipotecas subprime, um número cada vez maior de agentes financeiros mostrou-se disposto a assumir uma postura mais especulativa. Com o aumento da demanda por residências, este não acompanhado da oferta no curto prazo, ocorreu um distanciamento entre a produção e o consumo. O resultado foi um descolamento entre o preço real dos ativos (as residências) e o preço de mercado, no sentido de supervalorizar estes ativos. Ou seja, elevados retornos das operações de securitização de hipotecas subprime e a elevação dos preços dos imóveis levaram a um cenário de boom do mercado hipotecário norte-americano.

Segundo Mizen (2008, p. 535 apud GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 41) “as bolhas de crédito e de construção residencial reforçavam-se mutuamente. Os tomadores de recursos continuavam a procurar fundos, confiantes de que o valor das propriedades, que estavam adquirindo continuaria a se elevar. Os emprestadores assumiam que os preços dos imóveis continuariam a aumentar em face da forte demanda”.

Vale lembrar que mesmo que as operações subprime tivessem inicialmente uma taxa de juros fixa (a chamada *teaser rate* – taxa de juros muito baixa que tem por objetivo atrair clientes), esta taxa não seria fixa eternamente. A *teaser rate* era aplicada durante um tempo relativamente curto (dois a três anos), após este período era reajustada. No momento em que o reajuste das taxas ocorreu, e

progressivamente os agentes tomadores destes empréstimos foram sendo afetados (final de 2006) viu-se que muitos não poderiam pagar a dívida.

Neste período a economia norte-americana não se mostrava tão imponente, de modo que, algumas pessoas ficaram sem renda suficiente para pagar os juros sobre suas hipotecas. O não pagamento da dívida foi inevitável. Com o reajuste das taxas, muitos mutuários apresentavam uma dívida maior que o valor real dos seus imóveis. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 41).

Este cenário serviu de advertência para os financiadores, “o risco de crédito”, também chamado de risco de calote, era provavelmente maior que o previsto pelas instituições fornecedoras de graus de investimento. Tornava-se então necessária uma reavaliação do risco de inadimplência. Esta situação levou muitos financiadores a reverem suas decisões de aplicar ou não neste setor. O temor de muitos fez resultar numa redução da oferta de crédito. É fato que nos mercados de maneira nenhum agente opera de modo isolado, assim sendo, os demais agentes que ainda estavam investindo passaram a rever também as suas decisões, o que desencadeou um círculo vicioso, onde agentes tentavam liquidar seus ativos a preços cada vez menores evitando uma perda total do investimento inicial. Iniciou-se então, no final de 2006, uma crise no mercado subprime. (CARVALHO, 2008, p. 19).

---

## A CRISE DO SUBPRIME

---

Com base em Gontijo & Oliveira (2009, p. 51), a evolução do volume dos créditos subprime, em 1998 chegou a 150 bilhões de dólares, em 1999 alcançou o patamar de 160 bilhões, com o estouro da bolha das ações em 2000 recuaram, apresentando um total de 138 bilhões. Recuperado, em 2001, alcançaram 173 bilhões, devido à política de baixos juros aplicada pelo FED. A partir de então cresceu a níveis gigantescos, alcançando o pico em 2005, totalizando 665 bilhões de hipotecas subprime.

Quando os tomadores ficaram inadimplentes e pararam de pagar os juros, diversos investidores que compraram títulos baseados nestas hipotecas, percebendo o aumento do risco de não receber seu investimento, tentaram vender esses papéis. Não havia, contudo, muitos compradores, pois o temor se tornava generalizado.

Segundo Persaund (2008, p. 11 apud Gontijo & Oliveira, 2009, p. 51) quando um participante do mercado percebe uma elevação do risco em sua carteira, ele é levado à tentativa de reduzir o risco. Os demais agentes ao perceberem esta atitude tentam fazer a mesma coisa, todos ao mesmo tempo, e com os mesmos ativos. Dessa forma, o preço dos ativos cai bruscamente. Levando os investidores a

perceber não só que possuem um papel cujo valor de mercado é muito menor do que esperavam, mas também que estavam expostos a um risco de liquidez, pois não tem como revender este ativo sem um prejuízo. (CARVALHO, 2008, p. 20).

Como fruto da percepção, por parte dos investidores, de que não só deixariam de receber os juros que esperavam, mas também não conseguiriam repassar seus papéis para outros sem sofrer um grande prejuízo, o mercado passou a desconfiar destes títulos. Esse cenário resultou em uma queda ainda maior do valor destes. Além do subprime, essa desconfiança atingiu outros papéis semelhantes, fazendo com que os preços dos títulos caísse um após o outro. Vindo a gerar uma crise patrimonial.

Neste momento, da crise patrimonial, o patrimônio das financeiras e dos bancos estava em risco. Como qualquer empresa, bancos e financeiras têm obrigações a pagar, os chamados passivos, e têm direitos a receber, os ativos. É da diferença entre eles que resulta o capital da empresa. Quando há um valor maior de direitos a receber do que de obrigações a pagar, obtêm-se um resultado positivo, ou seja, o capital deste agente é positivo. Já a situação inversa, um passivo maior que um ativo, resulta num valor negativo, o capital se torna negativo. Isto significa que a empresa é insolvente, possui mais dívidas do que têm previsto para receber. (CARVALHO, 2008, p. 20).

No caso dos bancos e financeiras que haviam comprado papéis lastreados em hipotecas subprime, ao

verem o valor destes cair muito, viram também a desvalorização dos seus direitos a receber. Como a grande maioria das instituições financeiras norte-americanas havia realizado este procedimento, todas estas estavam expostas a riscos, algumas se tornaram insolventes, outras faliram e outras chegaram muito perto disto.

Segundo Gontijo & Oliveira (2009, p. 35) o estouro na crise subprime pode ser inserido no seguinte contexto: último ciclo de construção residencial dos Estados Unidos – cuja fase de expansão teve início em meados da década de 1990, quando os preços reais dos imóveis passaram a se elevar; redução da taxa de juros, visando reduzir as consequências da bolha do mercado acionário, e um novo corte dos juros depois do ataque terrorista de 11 de setembro de 2001<sup>41</sup>, esta chegando a 1% em 2003, fazendo com que os custos do crédito hipotecário atingissem o seu menor nível em

---

<sup>41</sup> Sobre o 11 de setembro, Greenspan (2008, p.2) é enfático, “A possibilidade de uma crise econômica era muito evidente. O pior, que me parecia altamente improvável, seria o colapso do sistema financeiro. O Federal Reserve é responsável pelos sistemas de pagamento eletrônico que movimentam mais de US\$ 4 trilhões por dia em dinheiro e em títulos mobiliários entre bancos em todo o país e em boa parte do resto do mundo”. Greenspan ainda afirma que “Depois do 11 de setembro, os relatórios e as estatísticas que jorravam dos bancos do Federal Reserve [...] nos diziam que em todo o país as pessoas tinham parado de gastar em qualquer coisa que não fossem itens destinados a minorar os efeitos de possíveis ataques no futuro próximo. As vendas de produtos de mercearia, de dispositivos de segurança, de água engarrafada e de seguros estavam em alta; enquanto setores de viagens, entretenimento, hotéis, turismo e convenções estavam em queda”. (GREENSPAN, 2008, p. 5). A situação era piorada devido ao contexto resultante da crise do setor de alta tecnologia (pontocom), “nos dias que se seguiram, passei quase todo o tempo atento a quaisquer sinais de alguma queda catastrófica na atividade econômica. Nos sete meses anteriores a 11 de setembro, a economia estivera em recessão muito branda, ainda se livrando dos efeitos do crash das pontocom, em 2000. Mas a situação começava a virar. Vínhamos reduzindo rapidamente as taxas de juros e os mercados começavam a estabilizar-se”. (GREENSPAN, 2008, p. 5).

quarenta anos; desenvolvimento do processo de securitização; inovações financeiras.

Este cenário transformou o boom do mercado residencial num verdadeiro “frenesi”. A taxa média de elevação dos preços dos imóveis passou a 6,4% ao ano no período 2000-2005, com pico atingido em 2005 (14%). Este contexto fez expandir ainda mais as operações de securitização e acelerou o mercado de hipotecas subprime, alimentado principalmente, pelas inovações financeiras introduzidas a partir de 2002.

Até meados de 2006, o mercado subprime funcionava muito bem, e havia absorvido, sem grandes prejuízos, o impacto da crise “pontocom”<sup>42</sup> de 2000-2001 e os atentados de 11 de setembro de 2001. Além disso, entre 50 e 80% de alguns tipos dessas hipotecas eram refinanciadas em cinco anos.

Em junho de 2006, porém, um estudo realizado pela Organização de Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE – indicava que, se porventura, as taxas de juros viessem a aumentar muito, os preços reais dos imóveis corriam o risco de se aproximar de um pico. De acordo com a OCDE, a experiência histórica sugeria que as quedas dos preços das residências, em termos reais, poderiam ser longas e expressivas. O relatório ressaltou, ainda, que um aumento de 1 a 2% na taxa de juros poderia resultar numa chance de

---

<sup>42</sup> Bolha do mercado acionário, particularmente no segmento de alta tecnologia. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 35).

pico de mais de 50% no ciclo da construção residencial nos Estados Unidos. (VAN DEN NOORD, 2006, p. 2 apud GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 43).

Se analisarmos a taxa de juros dos Estados Unidos, conforme a tabela 03, veremos que em janeiro de 2001 ela estava na casa dos quase 6,0%, e em julho de 2003 havia recuado para apenas 1,0%<sup>43</sup>. Em maio de 2004 a taxa de juros começou a subir, chegando a 5,24% no final de junho de 2006.

**Tabela 03:** Taxa básica de juros média para 12 meses dos Estados Unidos – período janeiro de 2001 a dezembro de 2006.

Período	Taxa de Juros	Período	Taxa de Juros	Período	Taxa de Juros
2001-01	5,98	2003-01	1,24	2005-01	2,28
2001-02	5,49	2003-02	1,26	2005-02	2,50
2001-03	5,31	2003-03	1,25	2005-03	2,63
2001-04	4,80	2003-04	1,26	2005-04	2,79
2001-05	4,21	2003-05	1,26	2005-05	3,00
2001-06	3,97	2003-06	1,22	2005-06	3,04
2001-07	3,77	2003-07	1,01	2005-07	3,26
2001-08	3,65	2003-08	1,03	2005-08	3,50
2001-09	3,07	2003-09	1,01	2005-09	3,62
2001-10	2,49	2003-10	1,01	2005-10	3,78
2001-11	2,09	2003-11	1,00	2005-11	4,00
2001-12	1,82	2003-12	0,98	2005-12	4,16
2002-01	1,73	2004-01	1,00	2006-01	4,29
2002-02	1,74	2004-02	1,01	2006-02	4,49
2002-03	1,73	2004-03	1,00	2006-03	4,59
2002-04	1,75	2004-04	1,00	2006-04	4,79
2002-05	1,75	2004-05	1,00	2006-05	4,94
2002-06	1,75	2004-06	1,03	2006-06	4,99
2002-07	1,73	2004-07	1,26	2006-07	5,24
2002-08	1,74	2004-08	1,43	2006-08	5,25
2002-09	1,75	2004-09	1,61	2006-09	5,25
2002-10	1,75	2004-10	1,76	2006-10	5,25
2002-11	1,34	2004-11	1,93	2006-11	5,25
2002-12	1,24	2004-12	2,16	2006-12	5,24

Fonte: FMI – Fundo Monetário Internacional.

<sup>43</sup> Este recuo explica-se devido à política expansionista adota pelo FED para procurar amenizar a crise de 2000-2001 e os efeitos dos atentados de 11 de setembro de 2001.

Somado a isso, os preços dos imóveis começaram a cair em 2006. Apesar desta queda não poder ser atribuída ao aumento da taxa básica de juros, uma vez que essa elevação refletiu-se num aumento das taxas de juros do crédito imobiliário inferior a 1% no período. A justificativa fornecida por Berner (2007 apud GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p.45) é que a queda dos preços dos imóveis a partir de 2006 se deu provavelmente pelo crescimento da oferta. Este crescimento da oferta é resultante da própria elevação de preços no período anterior, de modo que, neste segundo momento apresentou-se um excesso de oferta, que pressionou os preços para baixo. Em outras palavras, uma elevação da taxa de juros na economia real, resultou num aumento da dívida dos mutuários (aqueles que já possuíam a hipoteca), que somado ao aumento da oferta de imóveis, levou a uma queda no preço destes.

A situação que se apresentou, na questão dos mutuários, foi uma dívida superior ao valor que o imóvel possuía. O que fez aumentar ainda mais a oferta de imóveis, pois os mutuários passaram a tentar vender seus imóveis já desvalorizados. Com a desvalorização dos imóveis (mutuários dependiam da valorização de seus imóveis para transitar para hipotecas prime, com taxas de juros mais baixas), a alta nas taxas de juros para os títulos subprime, (que fez aumentar as dívidas destes mutuários) e a corrida pelas vendas dos títulos do subprime fizeram com que todo o

mercado subprime viesse abaixo. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 43-5).

O cenário agravou-se ainda mais em função do formato dos contratos hipotecários, estes exigiam pagamentos adicionais no caso do valor do imóvel cair abaixo do valor da dívida hipotecária. Imóveis desvalorizados e a relutância dos proprietários em vender a baixo do preço, resultaram num aumento da oferta de imóveis no curto prazo, o que piorou ainda mais o patamar dos preços. Em janeiro de 2008, existiam quase quatro milhões de residências não vendidas. De acordo com o índice de preços S&P/Case-Shiller, em março de 2008, cerca de 8,8 milhões de hipotecas (10,8% do total) apresentavam saldo devedor maior do que o valor dos imóveis, induzindo muitos mutuários a simplesmente suspender o pagamento das prestações. Em maio de 2008, as residências sofreram uma desvalorização de 18,4%. Em dezembro de 2008, o preço médio era 10,4% menor do que em dezembro do ano anterior. O que agravou ainda mais a situação. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 46).

A inadimplência causou danos irreparáveis ao mercado hipotecário, diferente da crise de 2000-2001, esta não foi absorvida pelo sistema. Isto é verificável se analisarmos os preços ocorridos juntamente ao aumento da inadimplência. Após o início da queda dos preços dos imóveis e do aumento da inadimplência, o mercado de MBSs foi reduzido, estas se acumularam nas carteiras dos bancos

originadores. Por sua vez, estes não pararam de emití-los. Por acreditarem que esta queda seria momentânea, muitos bancos incorporaram as SPVs com MBSs desvalorizadas. Deste modo, os bancos originadores que, teoricamente haviam transferido os riscos das hipotecas subprime para as SPVs e os investidores, voltaram a incorporá-los de forma crescente. Ou seja, ao invés do risco cair sobre os investidores, conforme pressupunha o modelo de securitização, as perdas acabaram por se acumularem nas instituições financeiras originadoras de MBSs.

O problema veio à tona em fevereiro de 2007, quando o HSBC divulgou balanço com perdas em operações imobiliárias. Em junho de 2007, a Fitch Ratings, a Standard & Poor's e a Moody's anunciavam que estavam rebaixando todos os derivativos de hipotecas de AAA para AA+ (quatro graus abaixo). O que demonstrava a gravidade do problema. E no dia 9 de agosto o francês PNB Paribas InvestmentPartner congelou cerca de 2,73 bilhões de dólares de três de seus hedge funds, alegando que não teria condições de avaliar os CDOs<sup>44</sup> em carteira. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 47-8).

A ação do banco francês, BNP Paribas, ao reconhecer que não conseguia avaliar o risco desencadeou

---

<sup>44</sup> Obrigações de Dívidas Garantidas é “um derivativo comum das RMBSs (títulos garantidos por hipotecas residenciais) designado para proteger os investidores em títulos não assegurados por agências federais de perdas decorrentes da inadimplência”. (DiMartino & Duca, 2007, p. 3 apud Gontijo & Oliveira, 2009, p. 36).

um processo turbulento no mercado financeiro, e ações de importantes bancos e instituições financeiras tiveram quedas bruscas. Como resultado a este cenário crítico, restou aos bancos centrais intervirem<sup>45</sup>. As medidas iniciais foram à injeção direta de recursos e a redução das taxas de juros, por parte do FED. Apesar destas, os níveis de inadimplência continuaram a aumentar.

No ano de 2008, com a divulgação dos balanços das instituições financeiras, viu-se que muitas destas apresentavam prejuízo, sobretudo as que estavam envolvidas com o mercado de crédito imobiliário. Em 16 de janeiro de 2008, o Citibank anunciou perdas equivalentes a 9,83 bilhões no quarto trimestre do ano, após ele, vieram os anúncios do Merrill Lynck, com perdas de 8,7 bilhões, o JPMorgan, com um prejuízo de 1,3 bilhão. E como se tudo isto não fosse o suficiente para derrubar as bolsas e os mercados, o Société Générale, o segundo maior banco francês, em 21 de janeiro de 2008 anunciou um prejuízo de 4,9 bilhões de euros, algo em torno de 7,2 bilhões de dólares, alegou q esta foi causada por uma fraude bilionária cometida por um de seus funcionários, mas mesmo assim esta afetou o sistema financeiro. Todo este cenário caótico fez com que as bolsas caíssem, 7,2% em Frankfurt, 6,3% em Paris, 5,5% em Londres, 6,6% em São Paulo, 5,4% no México, 5,1% em Xangai e 3,9% em Tóquio. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 65-6).

---

<sup>45</sup> Este tema será tratado mais a fundo no próximo tópico.

---

## A INTERVENÇÃO ESTATAL E A FALÊNCIA DOS BANCOS

---

Em meados de 2007, após as declarações do banco francês, BNP Paribas, para acalmar os mercados financeiros os bancos centrais de diversas partes do mundo intervieram. O FED injetou 64 bilhões de dólares em poucos dias, o Banco Central Europeu colocou 313,1 bilhões de dólares, o Banco do Japão alocou 13,5 bilhões de dólares. Toda esta quantia, quase 400 bilhões de dólares, auferiram ao mercado um aparente alívio, na segunda metade de agosto do mesmo ano. Em 18 de setembro de 2007 o FED anuncia um corte na taxa de juros, passando esta de 5,25% para 4,75%. Mais dois cortes foram realizados, um em 31 de outubro, quando esta ficou em 4,5%, e em 11 de dezembro, para 4,25%. Porém como vimos anteriormente, os anúncios dos balanços das instituições financeiras acabaram levando o sistema financeiro a sérios problemas.(GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 65).

Em 22 de janeiro de 2008, após estes anúncios, o FED reduziu mais uma vez a taxa básica de juros, passando esta para 3,5%, poucos dias esta atingiu os 3%. A intenção do FED era estimular o consumo, ou a movimentação do

dinheiro, pois a taxa de remuneração pelo dinheiro investido, taxa de juros, estava baixa. Desta maneira, não compensava deixar o dinheiro rendendo. Como os mercados visualizavam uma intervenção estatal e uma possível chance de consumo, o FED alcançava seu principal objetivo, que era acalmar o mercado. Porém era claro que os problemas estavam apenas começando, se tornava claro o progressivo enfraquecimento das “duas pernas que sustentam o sistema financeiro: a liquidez; e a confiança”. Liquidez esta que se tornava mais restrita no sistema como um todo, e a confiança que o investidor depositava no sistema, que este seria capaz de devolver suas aplicações. “Quando a confiança também se enfraquece, abre-se caminho para corridas bancárias e o sistema tende a desmoronar, dado o seu nível de alavancagem”. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 66).

O clima de aparente tranquilidade veio abaixo em março de 2008, quando o Bear Stearns, o quinto maior banco de investimento norte-americano, também envolvido com a crise do subprime, chegou próximo de decretar falência. Esta só não se concretizou devido à intervenção do FED, que, além de negociar com e financiar o JPMorgan para comprá-lo por um preço muito abaixo do que este valia, concordou em assumir dívidas de 29 bilhões de dólares do banco. Após fazer uma oferta de 236 milhões de dólares pela compra, cerca de dois dólares por ação, o que representava 7% do valor de mercado que o banco atingira na semana anterior, o

JPMorgan aumentou sua oferta para 1,3 bilhão, o equivalente a cerca de dez dólares por ação.

A queda do Bear Stearns representou um marco, pois se dava início o desmoronamento de “instituições financeiras ícones do capitalismo norte-americano”. Com base neste cenário de crescentes dificuldades para o setor financeiro, o FED baixou novamente as taxas de juros, desta vez de 3% para 2,25% no dia 18 de março, e em 30 de abril reduziu-as para 2%. O objetivo dessas reduções era evitar uma recessão nos Estados Unidos via ampliação da demanda, pois os Estados Unidos estavam dando sinais de ingressar em uma recessão. Em fevereiro de 2008 a produção industrial caiu 0,5%, esta era a maior contração mensal desde outubro de 2007. O índice Empire State<sup>46</sup> registrou em março de 2008 o menor nível desde que foi criado em julho de 2001. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 66).

Pior do este cenário eram as reversões das expectativas. Muito abaladas pela quebra instituições financeiras altamente renomadas, um contexto remetendo a perspectivas de recessão e o claro fracasso da política monetária em deter a crise financeira e sustentar o nível da atividade econômica, as expectativas eram cada vez piores. Agravada mais ainda por declarações de importantes autoridades, Alan Greenspan, que presidiu o Federal Reserve de 1987 a 2006, e o diretor-gerente do Fundo Monetário

---

<sup>46</sup> “Mede a atividade manufatureira no Estado de Nova York”. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p.66).

Internacional, Dominique Strauss-Kahn, afirmando que esta era a mais grave crise financeira desde o fim da Segunda Guerra Mundial, tudo indicava que seria longa e teria graves consequências. Com a mudança das expectativas, mudou também o diagnóstico da crise, que, de crise de liquidez, passou a ser considerada como crise de confiança. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 67).

Dada a dificuldade em manter suas operações, cada vez mais, as instituições financeiras, dentro e fora dos Estados Unidos, apresentavam prejuízos. Isto deixava nítida a contaminação de todo o sistema pelos créditos hipotecários de alto risco. No período que se seguiu, o maior golpe, dentre os menores que ocorreram, foi o anúncio de rombos bilionários, apresentados no dia 07 de setembro, por duas empresas do ramo imobiliário dos Estados Unidos, a Fannie Mae e a Freddie Mac.

Ambas as instituições eram dominantes no setor de hipotecas, já haviam sido públicas, e estavam privatizadas. Realizavam empréstimos diretos aos mutuários para a aquisição da casa própria e também davam garantias e compravam hipotecas de outros bancos e instituições. Na prática, operavam como instituições governamentais, pois os títulos que emitiam (para essa finalidade) eram garantidos pelo governo, tornando-os assim altamente seguros. Como estas instituições eram muito influenciadas pelo governo, nos anos 1990, o início da desregulamentação do sistema financeiro, possibilitou o fornecimento de critérios para a

concessão de empréstimos, principalmente para a classe média baixa, fazendo assim crescer expressivamente a venda de imóveis, mas sem garantias sólidas. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p.68).

Devido à importância das duas empresas, o governo norte-americano teve que intervir, a fim de salvá-las. Resultado, o Tesouro Norte-Americano assumiu a gestão das duas empresas e injetou cerca de 100 bilhões de dólares em cada uma delas, o que em termos práticos significou sua estatização. “Enquanto os cofres do governo americano se mantiveram abertos para salvar da bancarrota instituições financeiras envolvidas no crédito de alto risco, alternaram-se no cenário econômico mundial, momentos de crescente pessimismo (...) e de alívio a cada intervenção do governo para recuperar a confiança no sistema”. Porém esta intervenção direta e expressiva como ocorreu com a Fannie Mae e a Freddie Mac, não durou muito tempo. Durante o mesmo mês, setembro de 2008, o quarto maior banco de investimentos dos Estados Unidos, o Lehman Brothers, anunciou um prejuízo de 3,9 bilhões no segundo trimestre de 2008, resultando em menos de uma semana, numa desvalorização de cerca de 70% do seu valor de mercado.

O mercado, de um modo geral, acreditava que o governo norte americano não deixaria o Lehman Brothers vir à falência, usava-se inclusive a expressão “too big to fail” para definir a situação do banco, que significa grande demais para se deixar quebrar. Não foi o que se constatou na reunião

iniciada em 12 de setembro, entre representantes do governo norte-americano, dirigentes de Wall Street e diretores da instituição, do banco britânico Barclays e do Bank of America, dos Estados Unidos. O objetivo desta reunião era obter uma solução que salvasse o Lehman Brothers, como já havia ocorrido com o Bear Stearns. Mas, como o governo norte-americano não deu as garantias exigidas pelo Barclays e pelo Bank of América, quanto a futuras perdas do Lehman Brothers, estas instituições desistiram da compra. Com a não realização da transação o mercado desabou. Na realidade o que ocorreu foi que o mercado ficou confuso quanto ao grau de comprometimento das autoridades norte-americanas com a estabilidade sistema, pois a quebra de uma instituição do porte do Lehman Brothers poderia prejudicar muito o sistema financeiro.

Mediante este cenário turbulento, o terceiro maior banco de investimento norte-americano, o Merrill Lynch, foi adquirido pelo Bank of America. Outra instituição que ficou em uma situação bem complicada foi a seguradora American International Group - AIG, esta anunciou a intenção de obter 50 bilhões de dólares no mercado pela venda de ativos e a injeção de capital visando evitar que as agências de classificação de risco reduzissem a sua nota, e os seus investidores se desfizessem de seus papéis. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 68-9). O motivo para todo este caos e efeitos em sequência, é que num mercado financeiro desregulamentado, com finanças globalizadas, os bancos

mantêm ativos de outras instituições financeiras em seu portfólio, desta maneira a quebra de um banco de grande porte causa perdas em outras instituições. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 69).

O principal erro estratégico do governo norte-americano foi não socorrer o Lehman Brothers. O governo não o fez por uma série de motivos, pode-se destacar o fato do não interesse em socorrer os bancos de investimento, mas sim socorrer os bancos de varejo e também o sinal de recuperação da economia norte-americana, que, apresentou um crescimento de 2,8% no segundo trimestre de 2008. O secretário do Tesouro dos Estados Unidos, Henry Paulson, afirmou em declarações na própria segunda-feira, dia 15 de setembro, que não mais iria colocar dinheiro público em bancos falidos. Desta maneira ficou claro que o governo não mais auxiliaria as instituições financeiras. Além disso, deixar que o mercado resolvesse seus próprios problemas estava mais de acordo com a ideologia capitalista e com o conservadorismo republicano. Ficou claro isto nas declarações do presidente George W. Bush, que disse “no curto prazo, ajustes nos mercados financeiros podem ser dolorosos”, mas que no longo prazo estaria confiante “de que nossos mercados de capitais são flexíveis e resilientes” de forma que poderiam, assim, “enfrentar esses ajustes”. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 70).

No dia 15 de setembro de 2008, o Lehman Brothers pediu concordata, este dia entrou para a história econômica

como sendo “a segunda-feira negra” de uma das piores crises do capitalismo. O colapso o Lehman Brothers resultou num pânico em cadeia no mercado financeiro, pois afetou muito o mercado de commercial papers. Este impacto colocou em dificuldades os demais bancos de investimento que dependiam deste papel para financiar suas operações. As bolsas de valores, em 16 de setembro, registraram fortes quedas, a de Tóquio caiu 5,06%; o índice Dow Jones nos Estados Unidos, 4,42%; o Nasdaq 3,59%; na Índia, 5,4%; em Taiwan 4,1%; em Londres a queda foi de 3,92%; em Paris 3,78%; em Frankfurt 2,74%; e a Bovespa, em São Paulo, caiu a 7,59%.

Como resultado autoridades norte-americanas reagiram rapidamente. Através de um empréstimo direto de 85 bilhões de dólares salvaram a AIG, tornando-se dono de 79,9% de suas ações. No dia 18 de setembro, o FED, em ação conjunta com os bancos centrais do Japão, do Reino Unido, da Suíça, do Canadá e o Europeu injetou 500 bilhões de dólares de recursos no sistema financeiro, visando suprir a carência de recursos dos bancos comerciais e melhorar a liquidez para a retomada dos empréstimos bancários.

De maneira sucinta pode dizer que inicialmente bancos e financeiras falidas, com ativos valendo menos que passivos, têm de ser fechados, sofrer intervenção, ou ser vendidos a outras instituições. No geral estas possíveis compradoras estão também com problemas e relutam em fazer essas aquisições, se não forem pressionadas pelo

governo, o Bear Stearns, a Merrill Lynch, a AIG, a Fannie Mae e o Freddy Mac são exemplos. Essas falências e intervenções por sua vez espalham a desconfiança sob o mercado financeiro e sob os agentes econômicos, que passam a temer por seus recursos poupados. Num segundo momento, onde se mantêm apenas as instituições sobreviventes, há uma retração, justificada pelo clima de desconfiança e redução na capacidade de empréstimos da economia como um todo. O resultado é que estas instituições emprestam menos, as empresas tem a sua disposição menos recursos (redução do crédito), a economia como um todo sofre uma desaceleração ou até mesmo uma contração. Nesta, pode ocorrer o desemprego e há as chances de uma ocorrência de recessão. (CARVALHO, 2008, p. 21).

---

## **CAPÍTULO 6**

---

### **CONSIDERAÇÕES ACERCA DA INSTABILIDADE E DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA NORTE- AMERICANA**

Nesta obra buscou-se realizar uma análise histórica do sistema financeiro internacional até a sua formação atual. No capítulo 3 foi verificado que este partiu de uma taxa de câmbio fixa com paridade no ouro, o chamado padrão-ouro. Com o advento da Primeira Guerra e as quedas nas descobertas de ouro, na década de 1890, o padrão-ouro declina. Agravado também pelo aumento das trocas internacionais, que necessitavam de cada vez mais moedas, porém com uma quantidade de ouro que não acompanhava as taxas de crescimento, a expansão econômica estava ameaçada.

No período entre guerras, muitos países tiveram suas estruturas destruídas. De modo que, necessitavam ser reconstruídos. Ocorreu então a emissão de moeda sem lastro. No período seguinte, houve a crise de 1929, que acarretou em uma recessão a nível mundial. Uma série de medidas protecionistas foram adotada por diversos países, piorando ainda mais a situação a nível mundial, pois o comércio

internacional já era muito importante. De modo que ainda em 1939, havia países sofrendo com a recessão. Conforme já se disse neste trabalho, a cooperação internacional ajudaria os países na preservação do equilíbrio externo e na estabilidade financeira sem sacrificar os objetivos da política economia interna. Após este consenso formulou-se o acordo de Bretton Woods.

O acordo de Bretton Woods vigorou de 1946 a 1973. Esta buscou estabelecer as novas relações monetárias internacionais, baseadas num sistema de taxas de câmbio fixas, tendo no dólar americano sua âncora, e este fixado em relação ao ouro. As medidas mais importantes foram: o estabelecimento de mecanismos de ajuste das taxas de câmbio, a adoção de controles de movimentos de capital, principalmente os de curto prazo, o que evitaria a ação de especuladores; e a criação do Fundo Monetário Internacional, para financiar os desequilíbrios de balanço de pagamentos dos países deficitários.

Devido a uma série de fatores, dentre os quais destacam-se as variações no dólar, em meados de 1972, foi formada uma comissão para preparar propostas de reforma no sistema de paridades cambiais. Adotaram-se então as taxas de câmbio flutuantes. Essa tinha como vantagem a possibilidade de autonomia da política monetária de cada país; simetria de poder entre os países; e taxas de câmbio como estabilizadores automáticos.

Conforme foi visto neste trabalho, na década de 80, os desequilíbrios dos Balanços de Pagamento, tanto nos países industrializados quanto nos países em desenvolvimento, comprometeram a evolução do sistema financeiro. Desta maneira, bancos norte-americanos passaram a utilizar técnicas inovadoras, e uma série de arranjos financeiros, iniciando assim um processo de desregulamentação de seus mercados. Devido aos objetivos deste trabalho, analisou-se apenas o desenvolvimento do sistema financeiro nacional dos Estados Unidos. Estes processos de desregulamentação, desintermediação e securitização do sistema financeiro internacional, muito bem visualizado no sistema financeiro nacional dos Estados Unidos, levaram a possibilidade do surgimento de novos produtos financeiros. Cujo objetivo principal é a combinação ótima de liquidez, risco e rentabilidade, expressa em uma maior liquidez, para um menor risco, com uma maior rentabilidade.

No capítulo 5 analisou-se a crise do sistema financeiro atual, a forma como esta ocorreu. Devido à estabilidade observada na economia norte-americana principalmente, a partir de meados da década de 90, os agentes econômicos passaram a adotar posturas mais especulativas. O que equivale a dizer, que estes estavam mais propícios a correr risco, pela possibilidade de um elevado retorno. Com base nisto, o mercado subprime era muito atrativo não apenas por ser um mercado potencial de grande

porte, mas também por apresentar uma lucratividade mais elevada, já que sendo mais arriscado tendia a remunerar com taxas mais elevadas que o mercado prime como já se viu. Os novos produtos financeiros, a facilidade na obtenção de crédito e a disseminação das hipotecas baseadas no subprime fizeram com que uma euforia fosse criada em torno deste cenário.

Essa euforia fez surgir uma crise, mercados livres e desregulamentados tendem a gerar instabilidade e crises. Esta crise é endógena ao sistema, conforme analisou Minsky na Hipótese da Instabilidade Financeira, “uma economia capitalista que opere sem restrições e que possua um sistema financeiro sofisticado, complexo e em contínua evolução, apresenta períodos de estabilidade e períodos de comportamento turbulento e até mesmo caótico”. (MINSKY, 1993, p. 21).

De acordo com o ciclo minskyano a questão do aumento da estabilidade, leva a um aumento do risco, e conseqüentemente a um aumento da euforia. No caso do subprime a reversão do ciclo iniciou-se por volta de 2006, quando o preço dos imóveis começou a cair. Essa desvalorização fez com que muitos mutuários ficassem devendo um valor superior ao do imóvel. Esta queda se deu em grande parte pelo crescimento da oferta. Outro fato que contribuiu para a reversão do ciclo minskyano foi a elevação na taxa de juros norte-americana neste mesmo período, meados de 2006, conforme foi visto na tabela 03. Com a

desvalorização dos imóveis houve uma corrida pelas vendas dos títulos do subprime, o que agravou ainda mais o cenário.

A crise termina com a euforia, mostrando que mercados livres e desregulamentados tendem a gerar instabilidade e crises.

Embora, a crise subprime, ocorrida no sistema financeiro dos Estados Unidos reflita os limites do funcionamento do sistema financeiro norte-americano nos moldes do atual arranjo financeiro internacional, ela é também uma crise endógena ao sistema, sendo apenas potencializada pelos atuais arranjos financeiros. De acordo com a Hipótese da Instabilidade Financeira, “uma economia capitalista que opere sem restrições e que possua um sistema financeiro sofisticado, complexo e em contínua evolução, apresenta períodos de estabilidade e períodos de comportamento turbulento e até mesmo caótico”. (MINSKY, 1993, p. 21).

---

## REFERÊNCIAS

---

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2009. 304 p.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga Mello. Prefácio. In: LIMA, Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua. **Instabilidade e Criatividade nos Mercados Financeiros Internacionais: Condições de Inserção dos Países do Grupo da América Latina**. São Paulo: Bional, 1997.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Entendendo a Recente Crise Financeira Global. In: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA KEYNESIANA. **Dossiê da Crise**. Rio Grande do Sul. 2008. p. 16-22. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>>. Acesso em: 20 jun. 2009.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Mudanças no papel e nas estratégias do FMI e perspectivas para os países emergentes. In: FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luiz Fernando de. **Globalização Financeira: Ensaio de Macroeconomia Aberta**. Petrópolis, Rj: Vozes, 2004. Cap. 5, p. 179-203.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de et al. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. Rio de Janeiro: Campus, 2000. 452 p.

DEOS, Simone Silva de. A hipótese da instabilidade financeira em Minsky. **A Economia em Revista**, Maringá - Pr, v. 2, n. 1, p.29-48, 1998A.

DEOS, Simone Silva de. Instabilidade financeira numa economia de mercado de capitais. **Ensaio Fee**, Porto Alegre - RS, v. 19, n. 2, p.38-61, 1998B.

EICHENGREEN, Barry. **A Globalização do Capital: Uma História do Sistema Monetário Internacional**. São Paulo: Editora 34, 2000. 288 p.

FERRARI FILHO, Fernando. A moeda internacional na economia de Keynes. In: LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando de. **Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, 1999. Cap. 15, p. 328-339.

FERRARI FILHO, Fernando. Política comercial, taxa de câmbio e moeda internacional: uma análise a partir de Keynes. 1. ed. Porto Alegre: UFRGS, 2006. 101 p

GONTIJO, Cláudio; OLIVEIRA, Fabrício Augusto de. **Subprime: Os 100 dias que abalaram o capital financeiro mundial e os efeitos da crise sobre o Brasil**. Belo Horizonte: Corecon-MG, 2009. 176 p.

GREENSPAN, Alan. **A era da turbulência: Aventuras em um novo mundo**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008. 519 p.

HILLBRECHT, Ronald. **Economia Monetária**. São Paulo: Atlas, 1999. 256 p.

IMF, International Monetary Fund. **Data and Statistics**. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/data.htm>>. Acesso em: 03 nov. 2009.

KRUGMAN, Paul R.; OBSTFELD, Maurice. **Economia Internacional: Teoria e Política**. 6. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2005. 558 p.

KRUGMAN, Paul. **A crise de 2008 e a economia da depressão**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. 201 p.

LIMA, Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua. **Instabilidade e Criatividade nos Mercados Financeiros Internacionais: Condições de Inserção dos Países do Grupo da América Latina.** São Paulo: Biental, 1997. 271 p.

MINSKY, Hyman. Integração Financeira e Política Monetária. **Economia e Sociedade**, Campinas - SP, v. 3, n. 3, p.21-38, dez. 1993. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/docdownload/publicacoes/instituto/revistas/economia-e-sociedade/V3-F1-S3/02MINSKY.pdf>>. Acesso em: 20 set. 2009.

MOLLO, M. L. R.. Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky. **Revista de Economia Política**, São Paulo - SP, v. 8, n. 1, p. 100-123, 1988.

SANDRONI, Paulo (Org.). **Novíssimo Dicionário de Economia.** São Paulo: Best Seller, 1999. 650 p.

STUDART, Rogério. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: Uma alternativa pós-keynesiana. In: LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando de. **Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea.** Rio de Janeiro: Campus, 1999. Cap. 6, p. 151-170.

---

---



## SOBRE A OBRA

Esta obra tem por principal objetivo analisar a desregulamentação do Sistema Financeiro Internacional, relacionando com o Sistema Financeiro Nacional dos Estados Unidos. Para isto, será utilizada a abordagem de Keynes e de Minsky. Após uma análise histórica da evolução do sistema financeiro internacional, será analisado o processo de desregulamentação, desintermediação e securitização, com foco na economia norte-americana. Esta obra aborda também o processo de desenvolvimento do sistema imobiliário norte-americano. Será realizada uma análise das taxas de juros dos Estados Unidos no período de 1980 a 2008 e uma análise do produto interno bruto norte-americano de 1990 a 2009. Por fim, será visto como estes fatores levaram a crise financeira atual.

## SOBRE A AUTORA

Janyper Marcela Inácio Soares é Economista, Especialista em Economia e Gestão das Estratégias empresariais, Especialista em Logística, Mestra em Administração e Doutoranda em Relações Internacionais. É docente na Universidade do Vale do Itajaí (UNIVALI) e na Faculdade CESUSC e Conselheira Suplente no Conselho Regional de Economia de Santa Catarina (CORECON/SC)

