

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ATUÁRIA

**BRUNO GARCIA VIANA**

**A CRISE FINANCEIRA DE 2008 NOS ESTADOS UNIDOS  
E SEUS REFLEXOS NO BRASIL**

São Paulo

2022

**BRUNO GARCIA VIANA**

**A CRISE FINANCEIRA DE 2008 NOS ESTADOS UNIDOS  
E SEUS REFLEXOS NO BRASIL**

Monografia submetida à apreciação de Banca Examinadora do Departamento de Economia, como exigência parcial para a obtenção do grau de bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho

São Paulo  
2022

**O autor desta obra autoriza sua publicação eletrônica na Biblioteca Digital da PUC-SP.**

Este trabalho é somente para uso privado de atividades de pesquisa e ensino. Não é autorizada sua reprodução para quaisquer fins lucrativos. Esta reserva de direitos abrange a todos os dados do documento bem como seu conteúdo. Na utilização ou citação de partes do documento é obrigatório mencionar nome da pessoa autora do trabalho e demais itens da referência bibliográfica.

### **Ficha Catalográfica**

Viana, Bruno Garcia

A crise financeira de 2008 nos Estados Unidos e seus reflexos no Brasil / Bruno Garcia Viana  
– São Paulo, 2022

28 p.

Trabalho de Conclusão de Curso de Graduação em Ciências Econômicas

Orientador: Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho.

1. Crise financeira de 2008. 2. Origem e desdobramento da crise. 3. Reflexos no Brasil.  
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço aos meus pais e irmão, que me incentivaram nos momentos difíceis e me apoiaram durante toda minha graduação.

Ao professor Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho, por ter sido meu orientador e ter desempenhado tal função com dedicação e amizade.

E por fim, a todos que participaram, direta ou indiretamente do desenvolvimento deste trabalho de pesquisa, enriquecendo o meu processo de aprendizado.

## RESUMO

Esse trabalho analisa a crise do *subprime*, desencadeada em 2007 e agravada em 2008, com o estouro da bolha no mercado imobiliário americano e com efeitos no mundo inteiro, inclusive no Brasil. O trabalho apresenta uma análise, partindo das raízes do imperialismo americano na década de 1970 até o estouro da bolha no final de 2007, abordando os motivos que culminaram para o início dessa calamidade mundial e as medidas corretivas tomadas pelos governos para conter os avanços destrutivos da crise. Grandes bancos vieram a falência nos Estados Unidos, sendo o maior exemplo o gigante da época, Lehman Brothers, em setembro de 2008, forçando o governo americano a intervir na economia de maneira intensa para salvar as demais instituições. No Brasil, logo após o início do evento, o governo já entrou com diversas medidas para amenizar seus efeitos, porém ainda foi possível sentir uma grande retração econômica no país ao final de 2008.

**Palavras-chave:** Crise. *Subprime*. Medidas corretivas. Reflexos nas economias mundiais.

## LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - EUA. EVOLUÇÃO DAS HIPOTECAS MANTIDAS EM CARTEIRA PELAS INSTITUIÇÕES DEPOSITÁRIAS (EM % DO ESTOQUE TOTAL DE HIPOTECAS) .....	9
GRÁFICO 2 - EUA. EVOLUÇÃO DA META DA FEDERAL FUNDS RATE DE 2003-2007 .....	10
GRÁFICO 3 - EUA. EVOLUÇÃO DA TAXA DE INADIMPLÊNCIA DAS HIPOTECAS COM JUROS FIXOS E JUROS FLUTUANTES (EM % DO ESTOQUE DE EMPRÉSTIMOS IMOBILIÁRIOS EM ATRASO) .....	11
GRÁFICO 4 - <i>TED SPREAD</i> – PRÊMIO DE RISCO ENTRE TÍTULOS DE CURTO PRAZO AMERICANO E TAXA LIBOR (PONTOS PERCENTUAIS) .....	14
GRÁFICO 5 - CRESCIMENTO REAL DO PIB (CONTRA MESMO TRIMESTRE DO ANO ANTERIOR).....	17

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - TAXA ACUMULADA DE CRESCIMENTO DO PIB. VARIAÇÃO EM RELAÇÃO AO MESMO PERÍODO DO ANO ANTERIOR.....	17
---	----

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>1</b>
<b>2. UM BREVE CONCEITO DO IMPERIALISMO NOS EUA.....</b>	<b>2</b>
<b>3. A ORIGEM DA CRISE NOS EUA .....</b>	<b>5</b>
3.1 Fatores antecedentes .....	6
3.2 As hipotecas <i>subprime</i> .....	7
<b>4. O ESTOURO DA BOLHA E SEUS IMPACTOS.....</b>	<b>12</b>
<b>5. OS REFLEXOS DA CRISE NO BRASIL .....</b>	<b>16</b>
<b>6. CONCLUSÃO .....</b>	<b>18</b>
<b>7. REFERÊNCIAS .....</b>	<b>19</b>

## 1. INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem o objetivo de analisar a origem e as consequências da crise financeira de 2008, nomeada crise do *subprime*, iniciada com uma bolha imobiliária nos Estados Unidos que, posteriormente, causaria uma forte instabilidade no cenário econômico internacional e uma falência generalizada de diversas instituições financeiras, sendo considerada por muitos economistas como a pior crise econômica desde a Grande Depressão.

O ponto de partida desse evento foi na década de 1970, com a ascensão do imperialismo americano e adoção de um modelo de viés neoliberal, posteriormente na década de 1990, com o início da expansão do crédito e as famosas hipotecas e ao final de 2007 com o estouro dessa bolha, com a falência de um dos maiores bancos de investimentos americano, o Lehman Brothers, seguido pela ruína de diversos outros bancos e hipotecárias devido ao lastreamento nos chamados “títulos podres”.

A crise teve seu auge entre os anos de 2007 e 2010, período em que a maioria dos países foram afetados significativamente. Uma crise de confiança geral se instaurou em todas as economias, o sistema capitalista inteiro entrou em uma grave recessão e os Estados Unidos foram responsáveis por criar um buraco de empréstimos sem fim.

Os reflexos disso foram sentidos em grande peso na Europa, onde diversos bancos que detinham títulos americanos foram a falência. No Brasil, foram tomadas diversas políticas para conter os avanços da crise, e foi apenas no final de 2008 que os efeitos puderam ser mais notados com a retração na economia, levando a quedas na produção.

Para a confecção deste trabalho, são utilizados artigos econômicos e livros abordando a origem e o desenrolar da crise, além de gráficos para analisar de forma mais concreta os impactos sentidos nas economias. A seção inicial trata sobre imperialismo americano e é fortemente inspirada na monografia “A CRISE ECONÔMICA DE 2008 NOS ESTADOS UNIDOS E NO BRASIL”.

No capítulo seguinte, iremos iniciar com um panorama geral da economia americana, a partir dos anos 1990 até o início dos anos 2000, buscando entender o cenário antecedente da crise, apresentaremos o uso das hipotecas *subprime*, que foi o instrumento fomentador dessa bolha imobiliária, um tipo de hipoteca originada nos EUA na década de 1980, porém apenas ganhou notoriedade a partir de 1990. Seguindo esta linha de pensamento, chegaremos ao estouro da bolha ao final de 2007 e seu agravamento em 2008, tendo grandes impactos não apenas aos Estados Unidos, mas ao mundo inteiro.

Por fim, iremos analisar os reflexos que a crise de 2008 teve no território brasileiro, focando nossa atenção ao desempenho econômico no ano de 2008 e as respectivas medidas implantadas para conter os avanços negativos desencadeados por essa bolha.

## **2. UM BREVE CONCEITO DO IMPERIALISMO NOS EUA**

Em 2022, quando olhamos para os Estados Unidos, continuamos a ver sua hegemonia econômica sobre o globo. Segundo dados do BEA (Bureau of Economics Analysis), em 2021, o país apresentou um PIB de US\$ 23 trilhões. Para podermos compreender como esse país se mantém líder da economia mundial atualmente, mesmo depois de ser palco de uma crise mundial no ano de 2008, precisamos olhar para sua história. Conforme a concepção de Harvey D. (2003, p. 31), podemos ter o “imperialismo capitalista”, que pode ser considerado como um imperialismo político, em que o objetivo principal seria concentrar o domínio de um território, dos recursos naturais e humanos como um todo, para fins políticos, econômicos e militares, para que o Estado tivesse por definido seus interesses e metas.

No período da década de 70, os Estados Unidos não eram mais dependentes do padrão ouro com base material de valores. Entre 1970 até os anos 2000, o país apresentou uma linha de economia baseada em conceitos neoliberais, e com isso foi adotado um sistema monetário mais descentralizado, no qual o fluxo de capital ocorria por meio dos chamados eurodólares, que seriam recebimentos auferidos por não americanos, que eram depositados em bancos fora dos EUA. Apesar do nome, a prática não era comum apenas no continente europeu, mas também em bancos asiáticos, árabes e em outros países. Apenas 20 anos depois, nos anos 90, que os bancos americanos resgatariam esses eurodólares e dariam ênfase ao centro financeiro na economia. Adicionalmente, nesse mesmo período, os EUA não sofriram mais com as altas do preço do petróleo, por não serem mais dependentes das reservas do oriente médio. (HARVEY, 2003).

Com a intenção dos americanos em manter a paz social no país e aumentar o capital excedente, ainda nos anos 70, o Estado exerceu, por um longo período, controle sobre a massa trabalhadora, com empenho em conter movimentos trabalhistas. Esse movimento ocorreu de forma parecida no restante do mundo: com baixa remuneração e sem condições de se organizar, a classe trabalhadora produzia esse capital excedente, contanto o desemprego ainda era bem alto. Com a reação da produção, os mercados financeiros se abriram para o comércio internacional. Para os Estados Unidos, o capital financeiro se manteve em hegemonia, junto com a classe trabalhadora e sobre o Estado. (HARVEY, 2003).

Dentro dos EUA, ocorreram períodos de industrialização combinados com períodos de desindustrialização, causados pelas mudanças como a redução no custo de transporte e inovações tecnológicas, junto com novas políticas, trouxeram benefícios e cobertura dos custos fixos de relação, assim permitindo ao capital produtivo ter mobilidade, e fazendo o capital financeiro se alimentar dele. Já no resto do mundo, foi possível observar um aumento da busca pelos lucros e uma melhoria na produção. Cada vez fica mais perceptível o poder dos EUA sobre as finanças globais, devido a expansão do capital americano, porém, ocorreu uma necessidade de proteção das relações comerciais assimétricas e do poder político do país, devido a sua forte dependência do comércio externo. (HARVEY, 2003).

Na década de 80, com a expansão da produção e da tecnologia, os EUA começam a implementar as empresas multinacionais, assim o capital americano começa a ser visto com maior peso em todo o globo. A economia fica marcada por projetos de desenvolvimento de produtos e superioridade produtiva, havendo um período de reajuste para a melhora das relações de trabalho e das técnicas de produção.

O resto do mundo ainda seguia com economias ditas como domésticas, enquanto os EUA já se mostravam como uma economia com base na rentabilidade. A estratégia americana de expandir sua produção e tecnologia, pela implantação de empresas multinacionais, acabava trazendo uma alta rentabilidade interna e possibilitava um elevado grau consumista da população do país. Contudo os outros países não apresentavam condições para ocorrer uma acumulação de capital por meio da reprodução expandida, ao contrário, sofriam constantes processos de desvalorização e destruição de seu capital. Com esse cenário, o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial, foram os mais procurados. (HARVEY, 2003).

Ao longo dos anos 90 nos EUA, com os altos valores dos ativos no país, houve um grande ganho de produtividade unido a uma teia de relacionamentos, que condicionavam a economia americana a um crescimento exponencial, levando consigo grande parte do mundo a demonstrar consideráveis taxas de acumulação de capital. Nesse período, a economia do país se organizou por meio de um sistema multilateralismo centralizado, o qual se organizou ao redor do mundo através da regionalização da economia comandada por uma estrutura triárquica formada pela América do Norte (NAFTA – Associação de Livre Comércio da América do Norte), pela Europa por meio da União Europeia e pelas relações comerciais do Leste e Sudeste Asiático (HARVEY, 2003).

Dando um salto no tempo para os anos 2000, os EUA contavam com um PIB de aproximadamente US\$13,8 trilhões, importando US\$ 2 trilhões em produtos e serviços do resto do mundo. A Nasdaq (bolsa americana voltada para empresas do ramo tecnológico) já

acumulava, anualmente, US\$ 17 trilhões em ações negociadas, enquanto a bolsa de Nova Iorque já estava em torno dos US\$ 35 trilhões em ações. Com o intuito de baratear os empréstimos e financiamentos, além de encorajar consumidores e empresas a voltarem a gastar, o Federal Reserve (FED - Banco Central Americano) começou a reduzir a taxa de juros, o que levou os indivíduos a consumirem comprando imóveis e, conseqüentemente, ao aquecimento do mercado imobiliário, elevando os preços dos imóveis, fazendo com que eles se tornassem um meio de investimento. Com essa onda massiva de investimentos, a febre pela compra de imóveis se alastrou pelos EUA e os americanos começam a pedir dinheiro emprestado aos bancos, por meio de hipotecas, dando como garantia suas próprias casas. O dinheiro dos empréstimos era usado para aumentar o consumo e adquirir mais imóveis, as grandes empresas hipotecárias começaram a emprestar cada vez mais dinheiro a maus pagadores e indivíduos inadimplentes, que originou o termo *subprime* (HARVEY, 2003).

Para receber antecipadamente o valor das operações, a partir de 2001, as financiadoras começaram a vender essas carteiras de crédito acumulado para bancos de investimento. Os investidores recebiam o valor emprestado e mais o juro que no segmento *subprime*, é bem maior. Este retorno mais elevado atraiu gestores de fundos e bancos em busca de retornos maiores. Contudo, o Federal Reserve viu a necessidade de aumentar os juros, causando uma diminuição no consumo, afetando diretamente o investimento em imóveis, fazendo com que os preços no ramo imobiliário caíssem. As pessoas deixavam de pagar suas hipotecas, aumentando a inadimplência, pois a economia estava crescendo menos e desemprego aumentando junto com o custo de vida. Durante esse período, os bancos emprestavam dinheiro entre si, porém ao decorrer da crise, o cenário de inadimplência fez com que os bancos parassem de realizar essas operações, pois não tinham garantia se o empréstimo estaria lastreado nesse título tido como “podre” e que não seria pago no futuro. Ocorreu nesse momento a chamada “crise de confiança”, com ela vem o medo de que o banco tomador do empréstimo não possa pagar, assim valor dos títulos lastreados em hipotecas despencou e juro no empréstimo interbancário aumentou (HARVEY, 2003).

Enquanto isso, muitas pessoas e empresas precisavam sacar dinheiro para diversas ações, porém os bancos precisam se financiar ou rolar suas dívidas advindas de operações cotidianas. Para cobrir de forma temporária essas despesas, os bancos precisavam de crédito, mas devido aos altos juros o acesso ao crédito é bem restrito, então os bancos não conseguem garantir que haverá dinheiro para as pessoas retirarem e nem para pagar suas dívidas. Nessa questão vem o papel dos Bancos Centrais, injetando dinheiro a juros baixos para garantir dinheiro no caixa dos bancos. Começa a ocorrer uma onda de incorporações dos bancos

tradicionais por outros ainda maiores, na tentativa de evitar falências em massas ou uma crise de confiança, a qual levaria todos os indivíduos aos bancos de uma vez para sacar dinheiro. Se as pessoas perdem seu dinheiro, entramos em outro ciclo de problemas, no qual elas não consomem, temos menos emprego e ainda menos dinheiro circulando. Além dos bancos, as hipotecas que deixam de ser pagas espalham o prejuízo e desconfiança por toda a cadeia daqueles que compraram títulos lastreados em hipotecas. Consequentemente, os bancos que não conseguem crédito suficiente acabando indo à falência e o dinheiro das pessoas sumiria do mercado, levando a um menor consumo pelos indivíduos, menor produção e maior desemprego. Dessa forma, se há uma oferta de uma variedade de produtos no mercado e eles não são consumidos, há um excesso de sua oferta, consequentemente, levando a uma queda em seu preço, que foi o que aconteceu com as *commodities* principalmente. A queda no preço não cobre os custos de produção, o produtor então fica no vermelho e precisa de dinheiro emprestado, porém os bancos não emprestam mais tão facilmente e então o produtor também pode quebrar. Neste cenário em que temos menos dinheiro circulando, uma maior taxa de desemprego e um menor consumo, entramos em uma recessão da economia. O crédito é de suma importância no mundo capitalista e a escassez dele prejudica o ciclo de produção capitalista funcionar normalmente. Com a crise de confiança geral, o sistema capitalista como um todo pode entrar em recessão, os EUA foram os criadores de um buraco sem fim de empréstimos que poderiam arrastar o mundo inteiro consigo. Como é possível perceber, o modelo neoliberal permitiu que os mercados ultrapassassem o limite da irresponsabilidade (HARVEY, 2003).

### **3. A ORIGEM DA CRISE NOS EUA**

A crise financeira de 2008, decorrente de uma bolha imobiliária, não ocorreu de um ano para o outro e, apesar da problemática ter sido disseminada na chamada segunda-feira negra (15 de setembro de 2008) quando o banco Lehman Brothers quebrou, também não era ali a origem, mas já o seu desdobramento. O auge da crise se deu entre os anos de 2007 e 2010, período em que a maioria dos países foram afetados significativamente. O problema teve seu cenário preparado ao longo de vários anos desde a década de 1990, com o início da expansão do crédito e as famosas hipotecas, fatores que se agravaram em conjunto a outros, o que levou o mundo a conhecida crise financeira do capitalismo, concebida como uma das piores crises do século XXI.

Ela teve grandes repercussões, pois trouxe uma combinação de elementos até então nunca vista em qualquer economia mundial. No início da década de 1990, houve a crise financeira

japonesa que foi gerada também por um estouro de bolha imobiliária, porém não apresentou a mesma magnitude.

### **3.1 Fatores antecedentes**

Durante a década de 1990, a economia norte-americana sofreu com problemas como crises em balanço de pagamento, déficits em conta corrente e déficits governamentais, aspecto muito comum em economias emergentes. No entanto, os sistemas financeiros dos Estados Unidos foram desregulamentados desde a década de 1970, mas como os mercados tiveram o poder de se autorregular, com o tempo eles se tornaram um mercado eficiente. Esse sistema autorregulatório era visto como efetivo e sob o governo Ronald Reagan, um modelo de mercado neoliberal (PEREIRA, 2008).

Com o crescimento global contínuo, desde o início dos anos 2000, os déficits do setor privado, das famílias e da conta corrente eram muito altos e, portanto, a capacidade produtiva do país não era protegida, e as oscilações das taxas de juros poderiam ser perigosas. O governo norte-americano trabalhou com cortes de juros e cortes de impostos, na tentativa de evitar o déficit estrutural, além de os gastos públicos também terem sido reduzidos. As famílias americanas continuavam endividadas e as instituições financeiras começaram a estender hipotecas fora de controle para essas famílias já endividadas. As famílias não poderiam pagar esses empréstimos, especialmente quando as taxas de juros começaram a subir. O problema é agravado quando essas instituições financeiras securitizam, ou seja, assumem esses títulos de crédito e os tornam negociáveis no mercado (PEREIRA, 2008).

Um dos maiores influenciadores do início da crise foram os chamados títulos podres. Ao executarem suas dívidas, bancos e instituições financeiras, que não possuíam lastro, começaram a encontrar desvalorizações incompatíveis com a inadimplência ocorrida. Com esse evento, algumas instituições recorreram ao FED (Banco Central dos Estados Unidos) para apoiar e dar continuidade a essas operações. Para entender melhor o problema dos títulos podres, vamos falar do crédito, que permite a acumulação de capital, que possibilita a compra de bens e conduz à circulação do capital. Isso permite um aumento na produção que aumenta a escala de acumulação de capital. Nos mercados financeiros, esse capital é trocado na forma de títulos que são comprados a um preço menor e vendidos a um preço maior, gerando lucros para as instituições financeiras (PEREIRA, 2008).

Temos um problema quando, esse crédito criado durante a produção, evolui para uma posição em que os valores que o crédito se origina não tem mais a mesma relação que o anterior, ou seja, houve uma especulação e leva a uma valorização fictícia desse crédito e de seu valor, não trazendo retorno ao processo de produção. Num primeiro momento, a emissão especulativa gera crescimento impulsionado pelo lucro, que surge rapidamente e estimula a negociação de curto prazo. Tais características em uma economia, vêm de fontes neoliberais, nas quais há pouca intervenção estatal na economia do país, o qual nas décadas de 1980 e 1990, foi o cenário da economia americana. Desde os anos 2000, o liberalismo econômico prevaleceu nos Estados Unidos e não houve controle estatal sobre o número de transações de securitização. No resto do mundo, a utilização desses recursos também aumentou e, na ausência de controles de crédito, a necessidade de recorrer a fundos institucionais. Ao mesmo tempo em que essa rotação de crédito está gerando lucros, os processos de securitização se multiplicam e há um aumento dos ativos financeiros em relação aos ativos produtivos. Tal processo gera forte instabilidade financeira, caminhando para o início de uma crise. O crédito requer renda produtiva para honrar as obrigações e, assim, manter a lucratividade ao longo do tempo. Caso contrário, a renda da produção se torna escassa e eles param de comprar títulos de produção para serem valorizados (PEREIRA, 2008).

As coisas começaram a mudar, com os preços caindo e as empresas começando a ficar sem crédito para capital de giro. Sem capital de giro, a inadimplência levou à venda de ativos a um preço barato. Incapaz de produzir, as empresas começaram a demitir seus funcionários. Com a demanda por dinheiro aumentando, a solução foi evitar que a crise de liquidez se transforme em insolvência geral, para isso, o governo deveria agir. Por se tratar de uma crise deflacionária e especulativa, o ideal é evitar que a crise agrave aqueles com menos reservas de capital, mantendo medidas para evitar o desemprego e manter a renda. Nesse caso, o Estado deve agir, estimulando juros mais baixos e sinalizando aos investidores que eles devem investir. Fora isso, o Estado deve garantir a demanda do mercado para reduzir o investimento e o crescimento. (PEREIRA, 2008).

### **3.2 As hipotecas *subprime***

Para entendermos a crise de 2008, primeiro precisamos entender o que foi o instrumento que ajuda a conduzir esses estragos. Os empréstimos imobiliários concedidos a indivíduos sem histórico de crédito ou com histórico de inadimplência, são considerados hipotecas de alto risco (conhecidos também como *subprime*). Esse instrumento, junto com as hipotecas “Alt A”, que

concedem empréstimo imobiliários a indivíduos com bom histórico de crédito sem comprovação de renda, fazem parte do segmento não-prime do mercado. Portanto, elas não possuem a garantia do governo e não são adquiridas pelas chamadas “*government sponsored-enterprises*”, as empresas patrocinadas pelo governo que viabilizam o mercado secundário e a transformação das hipotecas em ativos negociáveis (*mortgage backed securities*).

Esse modelo de hipoteca só ganhou notoriedade na segunda metade dos anos 1990, porém sua origem nos Estados Unidos foi um pouco antes, na década de 1980. Por meio das inovações financeiras, houve uma grande impulsão para o crescimento das hipotecas *subprime*, com o aprimoramento do sistema de *credit score*, a avaliação e precificação dos riscos ficou muito mais fácil, e dos chamados derivativos de crédito (*credit swap*, *credit option* e outros), que permitem a transferência do risco de não-pagamento (default). Outro ponto importante foram as alterações na regulamentação do setor que autorizaram a concessão de empréstimos imobiliários com taxas de juros ajustáveis (as taxas flutuantes) e possibilitaram as vendas das hipotecas pelas instituições “originadoras” dos empréstimos a vários intermediários ou “securitizadores”.

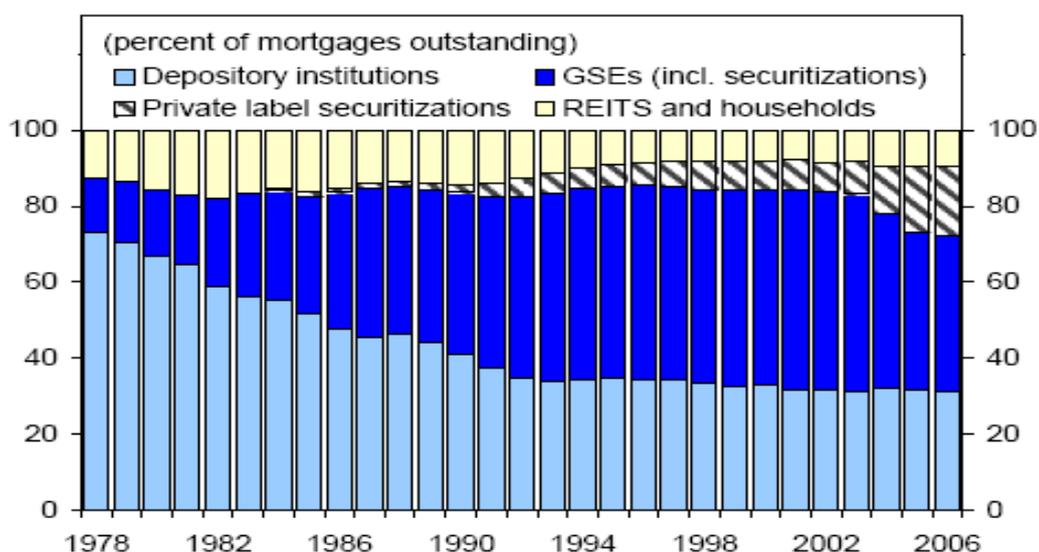
Com o desenvolvimento desse modelo *originate-to-distribute*, as cooperativas de crédito ganharam acesso ao mercado de capitais, ao mesmo tempo em que permitiram uma expansão da proporção de famílias proprietárias de imóveis. O crescimento foi maior entre as famílias de baixa renda e minorias, que têm histórico de crédito ruim e são menos capazes financeiramente de absorver os custos das hipotecas (BERNANKE, 2007).

Com um mercado financeiro imobiliário muito fragmentado, metade dos empréstimos são concedidos por instituições depositárias (bancos comerciais e instituições de poupança e crédito) ou suas subsidiárias e filiais, enquanto a outra metade é concedida por empresas depositárias. Fora isso, durante esta década, a maioria dos empréstimos hipotecários foi arrecadada por meio de corretoras, organizações independentes que concederam empréstimos em nome e sob a direção de instituições depositárias e outros credores. Diferentes instituições financeiras e corretoras que operam no mercado hipotecário estão sujeitas a diferentes regimes regulatórios e de supervisão, com diferentes graus de fiscalização. A heterogeneidade desse marco regulatório dificulta o monitoramento das atividades, seja por reguladores ou investidores, aumentando assim a probabilidade de atividades ilegais ou de risco muito alto, principalmente no segmento não primário do mercado (BERNANKE, 2007).

Houve um aumento do percentual de hipotecas sem garantia governamental que são mantidas em carteiras por instituições privadas que realizam a securitização desses

empréstimos, devido ao aumento de empréstimos imobiliários de alto risco. Como observa-se no Gráfico 1, ainda que as instituições depositárias (bancos comerciais e as instituições de poupança) atribuíam cerca de 50% do total das hipotecas, no final de 2006 mantinham apenas 30% do estoque total em carteira (o que corresponde a uma maturidade, em geral, de 30 anos). Os remanescentes 70% do estoque estava distribuído em 38% sendo mantidos no pool de securitização das entidades patrocinadas pelo governo (dos quais 3% detidos diretamente por essas entidades), 18% no pool de instituições privadas securitizadoras e 5% nos *trusts* de investimento imobiliários.

GRÁFICO 1 - EUA. EVOLUÇÃO DAS HIPOTECAS MANTIDAS EM CARTEIRA PELAS INSTITUIÇÕES DEPOSITÁRIAS (EM % DO ESTOQUE TOTAL DE HIPOTECAS)



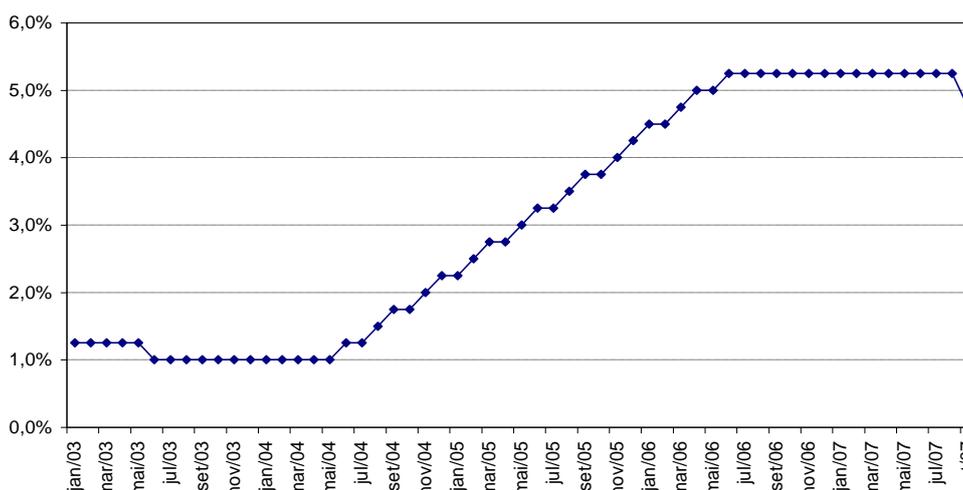
Fonte dos dados Kiff & Mills (2007, p. 7), apud Freitas; Prates (2007, p.4)

A partir de 2003, inicia-se uma grande estimulação do mercado imobiliário americano, caracterizado por uma célere elevação dos preços das residências, que sucedeu numa subavaliação do risco tanto por parte dos tomadores como dos credores dos empréstimos imobiliários. A fim de adaptar os empréstimos às condições financeiras dos tomadores, as instituições credoras, de forma crescente, passaram a ofertar hipotecas com taxas ajustáveis ou hipotecas não tradicionais, que presumem o pagamento de juros nos anos iniciais de duração do contrato.

Essas hipotecas são produtos financeiros híbridos em sua maior parte, ou seja, combinam taxa de juros fixas com juros flutuantes. De acordo com Kiff & Mill (2007), aproximadamente dois terços das concessões de financiamento imobiliário feitas nos últimos anos nos Estados Unidos ajustam taxa de juros fixa nos dois primeiros anos, que são convertidas em taxa de juros flutuante ao final do segundo ano para vigorar pelos 28 anos seguintes. Normalmente, nesse exemplar, a taxa de juros fixa que vigora nos primeiros dois anos são menores à taxa de mercado, amplificando o resultado de elevação do custo financeiro do empréstimo para o tomador quando se começa o período de juros flutuantes.

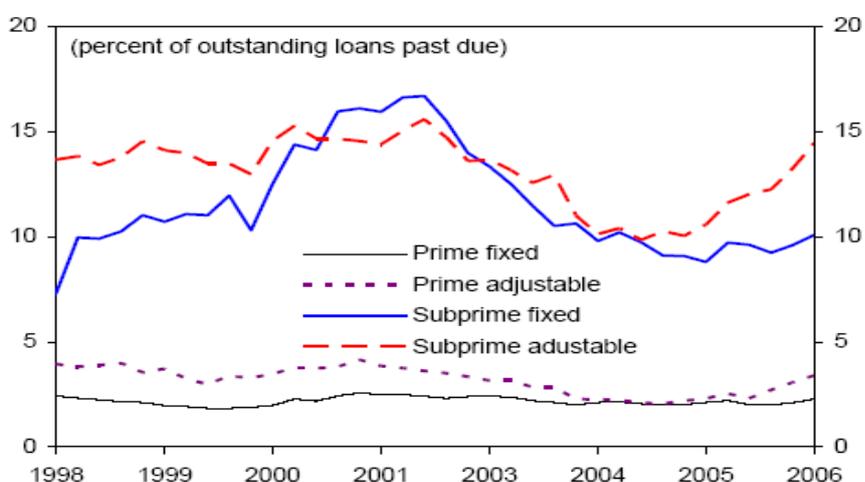
A partir de 2004, é capaz de verificar que o FED inicia com um movimento constante de elevação da taxa básica de juros (Gráfico 2), a taxa de inadimplência (atraso superior a 60 dias) das hipotecas *subprime* com taxas ajustáveis começou a subir significativamente, chegando a 15% em 2006 (Gráfico 3). As *foreclosures* (ações das hipotecas) com as altas taxas de inadimplência, expandiram, indo de uma média de 220 mil durante os últimos seis anos para 320 mil em cada um dos dois primeiros trimestres de 2007. Segundo o presidente do FED, de modo histórico, metade das hipotecas realizadas resultam em despejo das famílias inadimplências, entretanto essa proporção deverá expandir em virtude das piores circunstâncias financeiras dos tomadores *subprime*.

GRÁFICO 2 - EUA. EVOLUÇÃO DA META DA FEDERAL FUNDS RATE DE 2003-2007



Fonte dos dados Federal Reserve. Elaboração Grupo de Conjuntura, apud Freitas; Prates (2007, p.6)

GRÁFICO 3 - EUA. EVOLUÇÃO DA TAXA DE INADIMPLÊNCIA DAS HIPOTECAS COM JUROS FIXOS E JUROS FLUTUANTES (EM % DO ESTOQUE DE EMPRÉSTIMOS IMOBILIÁRIOS EM ATRASO)



Fonte dos dados Kiff & Mills (2007, p.9), apud Freitas; Prates (2007, p.6)

As agências de risco abaixaram a categorização de muitos instrumentos financeiros relacionados às hipotecas de alto risco em consequência da deterioração dos empréstimos imobiliários de alto risco. Contudo, os procedimentos avaliativos de risco dessas agências eram indagados tanto pelas autoridades da Europa quanto as norte-americanas, especialmente por ter um nítido conflito de interesses compreendido nas classificações de risco, dado que quase 35% das receitas dessas agências sucedem da avaliação do *rating* desses instrumentos financeiros estruturados e subscritos pelos bancos.

Com taxa elevada de inadimplência das hipotecas *subprime* e a multiplicação no número de execução dos contratos inadimplentes, o mercado imobiliário norte-americano e os preços dos imóveis que servem de garantia aos empréstimos sofrem um abalo considerável. As companhias financeiras especializadas são as instituições mais afetadas pelas perdas, que ainda são de magnitude incerta. Aproximadamente 40% desses originadores de hipotecas já haviam deixado o mercado, seja por falência seja por absorção, conforme o FMI (2007).

A crise do mercado de hipotecas de alto risco nos Estados Unidos repercutiu amplamente nos mercados financeiros em âmbito doméstico e internacional. Promovendo a incerteza de todos quanto aos produtos financeiros estruturados em geral, dado a árdua avaliação do risco, diversas instituições financeiras, cujos fundos de investimento especulativo possuíam, em carteira, ativos lastreados em hipotecas securitizadas, confrontaram graves problemas de

iliquidez. A vertiginosa intervenção dos bancos centrais, europeu e norte-americano - que injetaram US\$ 3,2 trilhões nos mercados monetários entre os dias 27 de julho até o dia 12 de setembro (LUCCHESI, 2007) - com propósito de evitar a eclosão de uma crise sistêmica trouxe certo alívio aos mercados financeiros.

Dessa forma, ao analisar o sistema financeiro internacional e a ocorrência da crise do *subprime*, Bresser-Pereira descreve:

Sabemos que tudo isto pode ocorrer porque os sistemas financeiros nacionais foram sistematicamente desregulados desde que, em meados dos anos 1970, começou a se formar a onda ideológica neoliberal ou fundamentalista de mercado. Para ela, os mercados são sempre eficientes, ou, pelo menos, mais eficientes do que qualquer intervenção corretiva do Estado, e, portanto, podem perfeitamente ser autorregulados [...] sabemos que esta ideologia ultraliberal era legitimada nos Estados Unidos pela teoria econômica neoclássica (BRESSER-PEREIRA, 2012, p. 10).

#### **4. O ESTOURO DA BOLHA E SEUS IMPACTOS**

A crise do *subprime* foi, sem dúvidas, um dos temas que mais se destacaram no cenário econômico internacional de 2007. Com o decorrer do segundo semestre desse ano, os mercados financeiros foram surpreendidos pelas elevadas perdas relacionadas ao financiamento de imóveis nos Estados Unidos. Porém, o que mais preocupava o mundo não era dimensão dos prejuízos, mas o fato de que, por sua concentração, ameaçavam a saúde financeira dos mais importantes bancos e fundos de investimento da época.

Ao se observar este evento econômico, independentemente de sua data inicial, é importante observar que ele atravessou momentos distintos. Para observar melhor esses momentos, podemos usar como base a evolução do comportamento do Federal Reserve diante dos acontecimentos. Em maio de 2007, o atual presidente da instituição na época, Ben Bernanke, ao identificar os primeiros sinais de turbulência, afirmava que: “(...) o efeito dos problemas no segmento *subprime* sobre o mercado imobiliário como um todo será, provavelmente, limitado e não esperamos consequências significativas (...) para o resto da economia ou do sistema financeiro”. Em sua análise inicial, o impacto da crise sobre a economia norte-americana seria bem limitado.

Entretanto, apenas dois meses depois, em agosto de 2007, Bernanke já mudava sua fala para um tom de maior preocupação sobre a crise do *subprime*, ressaltando que: “(...) vários

eventos que se seguiram à crise do *subprime* levaram os investidores a acreditar que o risco de crédito poderia ser maior e mais difundido do que se pensava anteriormente (...). A liquidez foi reduzida significativamente e as taxas de risco (*spreads*) aumentaram (...)

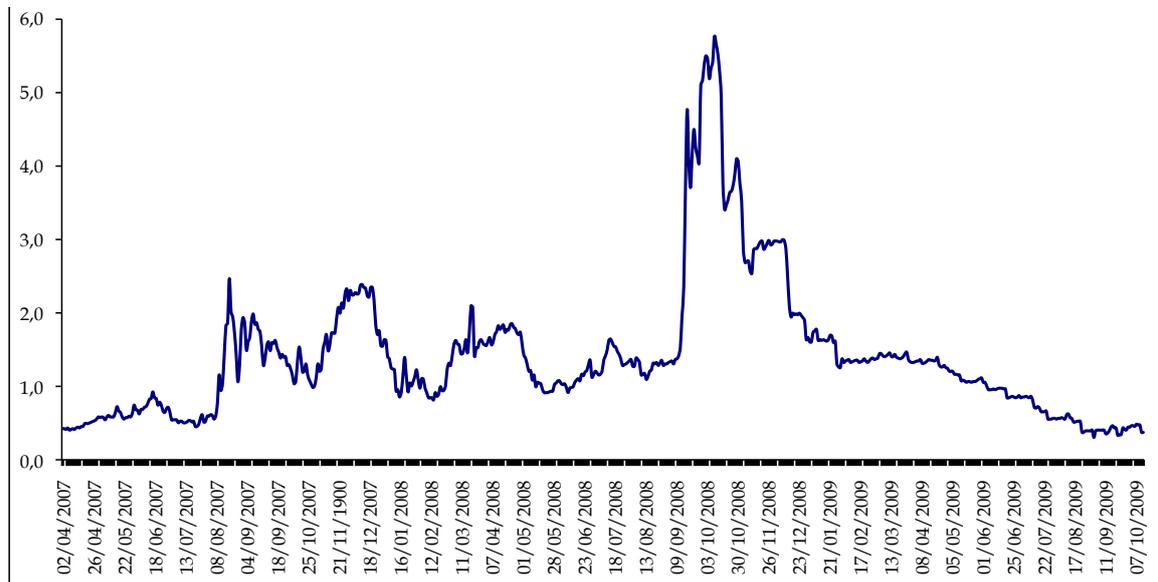
Em junho de 2007, as agências de classificação de riscos começaram a rebaixar a classificação de títulos RMBS (*Residential-Mortgage-Backed Securities*), garantidos por hipotecas residenciais, e dos CDO (*Collateralized Debt Obligation*), devido ao aumento de rumores sobre perdas de dois *hedges funds* geridos pelo Bear Stearns (um banco de investimentos fundado em 1923 nos EUA que foi muito afetado pela crise do *subprime*). Já em agosto do mesmo ano, com essa reclassificação, o BNP Paribas suspendeu os resgates e subscrições em três fundos de investimentos. Com isso, grandes operações com o intuito de aumentar a liquidez dos mercados começaram a ser feitas pelo Federal Reserve e o Banco Central Europeu (BCE). Fora isso, ocorreu ainda a intervenção do Bundesbank no banco alemão IKB e a falência da American Home Mortgage Investment Corporation.

Ao fim do ano de 2007, muito bancos americanos e europeus anunciaram planos de incorporar nos seus balanços ativos alocados em SIV (*Special Investments Vehicles*). Os bancos centrais dos EUA, Inglaterra, Europa, Suíça, Canadá, Japão e Suécia foram forçados a uma intervenção conjunta, frente as expectativas de elevadas perdas a serem reveladas pelos balanços bancários. Ao decorrer do mês de janeiro de 2008, a deterioração nas expectativas apenas se prolongou, trazendo a divulgação de novas perdas e o rebaixamento dos *ratings* das seguradoras *monolines* (tais como, Ambac, MBIA, Assured Guaranty, FSA), especializadas em fornecer garantias às emissões de bônus de Estados e Municípios americanos.

Podemos dizer que a partir de agosto de 2007, temos o considerado o “momento da mudança” (*Minsky moment*) na percepção dos investidores pois havia um elevado risco embutido em instrumentos financeiros complexos e opacos que revelavam uma grande fragilidade das estruturas financeiras montadas por bancos comerciais e de investimento que eram repassadas para investidores institucionais (fundos de pensão, fundos de investimento, *hedge funds*, *private-equity funds*, fundos soberanos etc.) e para SIV (*Special Investments Vehicles*), além disso também ocorreram momentos mais acentuados da crise, com fortes repercussões nos mercados interbancários globais.

Ao olharmos o comportamento da *TED spread* a qual se refere a diferença entre a taxa de juros dos títulos do Tesouro americano de três meses (no mercado secundário) e a taxa Libor (*London Interbank Offered Rate*) para os depósitos em eurodólar de três meses, referência internacional para empréstimos entre bancos, esses momentos de mudança ficam cada vez mais explícitos.

GRÁFICO 4 - *TED SPREAD* – PRÊMIO DE RISCO ENTRE TÍTULOS DE CURTO PRAZO AMERICANO E TAXA LIBOR (PONTOS PERCENTUAIS)



Fonte dos dados Federal Reserve. Apud Farhi; Cintra (2009, p.3)

Foi apenas pela intervenção e por garantias de US\$ 29 bilhões oferecidas pelo Federal Reserve que a falência do quinto maior banco de investimentos americano em março de 2008 foi evitada, a do Bear Stearns. Esse incentivo para sua compra com grande desvalorização foi oferecido ao banco JP Morgan Chase (com um valor de US\$ 10 por ação, sendo que um ano antes a cotação havia alcançado US\$ 170). O Bear Stearns estava posicionado nos mercados de derivativos, em final de dezembro de 2007, num valor nominal, isto é, o valor que os ativos teriam no vencimento, de US\$ 13 trilhões. Porém, enquanto banco de investimentos, o Bear Stearns não era supervisionado pelo FED e nem tinha acesso às operações de redesconto.

Começa a acontecer uma grande perda de confiança nas duas grandes agências quase públicas a partir de julho de 2008. Essas agências têm o objetivo de aumentar a liquidez do mercado imobiliário americano, elas são a Federal Home Loan Mortgage Association (conhecida como Freddie Mac) e a Federal National Mortgage Association (apelidada de Fannie Mae). São nomeadas como “patrocinadas pelo governo” (*Government Sponsored Enterprises* – GSE), porém são companhias privadas com ações negociadas em Bolsa de Valores, isso significava que essas empresas poderiam operar com uma maior alavancagem, ou seja, não precisavam de um alto patrimônio para poder manter as suas atividades, pois se financiam a um custo próximo ao do Tesouro americano (Torres Filho & Borça Jr., 2008).

Foi solicitado ao Congresso, durante o governo do presidente George W. Bush, a aprovação de um pacote de ajuda para essas duas instituições, comprando ações e cedendo empréstimos. Já o FED optou por uma estratégia de conceder empréstimos de curto prazo, ação jamais vista que se deu pelo fato do elevado passivo dessas companhias. Enquanto a Federal National Mortgage Association detinha uma dívida aproximada de US\$ 740 bilhões, a da Federal Home Loan Mortgage Association já estava em torno de US\$ 800 bilhões. Além disso, ambas as carregavam ou tinham dado garantias a títulos hipotecários no valor de US\$ 4,6 trilhões, o que era fora do real, pois representava 38% dos créditos hipotecários nos EUA e 32% de seu Produto Interno Bruto (PIB), o qual, em junho de 2008, era estimado em US\$ 14,3 trilhões. Para contribuir mais ainda para o agravamento da situação, uma grande parte desses títulos havia sido adquirida por bancos centrais estrangeiros. Com isso, nesse mesmo período já se somava uma dívida total de US\$ 1,66 trilhão das agências federais americanas detida por estrangeiros.

A natureza da crise se alterou e passou a apresentar contornos sistêmicos em 15 de setembro de 2008, com a falência do conhecido banco Lehman Brothers. Logo em seguida iniciaram-se movimentos de pânico coletivos nos mercados de ações, de câmbio, de derivativos e de crédito, em âmbito global, ocasionando a paralisação das operações interbancárias e a desconfiança dos investidores nos sistemas financeiros se espalhou.

Com a recusa das autoridades americanas em intervir na falência do Lehman Brothers para salvá-lo, outros bancos se movimentaram para não ter o mesmo destino. O Goldman Sachs e o Morgan Stanley se transformaram em uma *holding* financeiras sujeitas às normas de Basileia (um tratado feito por um comitê permanente de análise de risco para identificar fragilidades do mercado financeiro e evitar possíveis colapsos), à supervisão do FED e com acesso às operações de redesconto, já o Bank of America adquiriu o Merrill Lynch. A seguradora American International Group Inc. (AIG) recebeu empréstimos do FED, que totalizaram US\$ 182,5 bilhões, em troca de ações com direito a voto, evento que ocorreu logo após a falência do Lehman Brothers. Posteriormente, foi descoberto que no início da crise de 2008 ela havia vendido proteção contra risco de crédito (*credit default swaps*, CDS) no valor nominal de US\$ 2,7 trilhões.

## 5. OS REFLEXOS DA CRISE NO BRASIL

Além do enorme impacto causado pela crise nos EUA, o mundo inteiro sentiu sua chegada e, certamente, teve seus reflexos no Brasil. Para poder entender os abalos em nosso país, devemos olhar para o nosso desempenho econômico no ano de 2008 e as respectivas medidas implantadas, tomando ações que envolveram as áreas cambial, monetária, creditícia e fiscal.

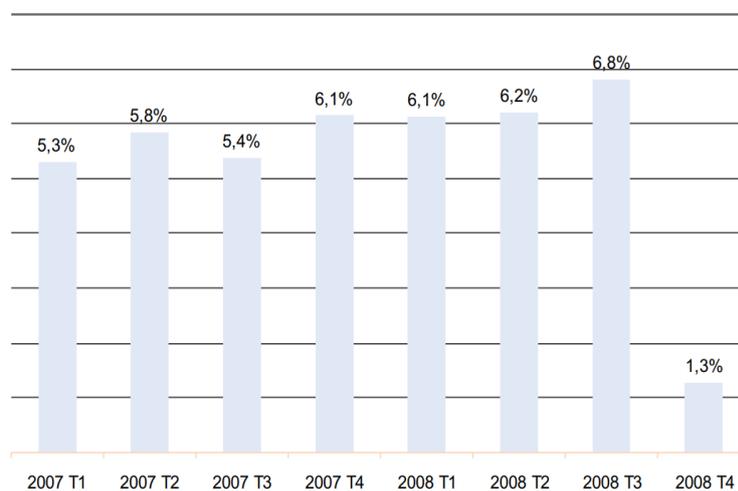
No Brasil, foi apenas a partir de setembro do ano de 2008, que pode se evidenciar de maneira mais intensa os efeitos causados pela crise internacional, observando retração na atividade produtiva e diminuição das oportunidades de emprego (causadas, inicialmente, pelas restrições monetárias a que as empresas foram submetidas). Quando olhamos para o último trimestre daquele mesmo ano, o PIB brasileiro sofreu uma redução de 3,6% em comparação ao terceiro trimestre, sendo os maiores impactos no setor industrial, com uma retração de 7,4%, nas importações, com uma redução de 8,2%, e na demanda interna com uma intensa redução de 9,8%. O impacto causado pela crise pode ser evidenciado mais ainda ao comparar os primeiros 3 trimestres ao mesmo período do ano anterior. Enquanto, entre janeiro e setembro, tivemos taxas de crescimento superiores a 6%, no último trimestre foi de apenas 1,3% (NARDES, 2008, p. 13).

A partir do mesmo período, no cenário externo, houve uma enorme diminuição da demanda global, devido à crise, aumento do desemprego e diminuição da capacidade instalada. A internacionalização das empresas se intensificou muito em 2008, em que houve um aumento de três vezes dos investimentos brasileiros no exterior em comparação ao ano anterior. Além disso, houve um aumento de 30% nos investimentos estrangeiros no país, resultando em um aumento das reservas internacionais e redução da dívida total líquida do setor público como proporção do PIB. Dessa forma, ao decorrer da crise, houve um forte aumento da taxa de risco brasileira. (NARDES, 2008, p. 14).

Podemos observar os primeiros impactos da crise no Produto Interno Bruto brasileiro apenas a partir do último semestre de 2008, em que ele sofreu uma redução de 3,6%, com a maior queda no setor industrial. Apesar disso, o PIB a preços de mercado naquele ano foi de R\$ 2,89 trilhões, representando um crescimento acumulado de 5,08% em comparação ao ano anterior (NARDES, 2008, p. 18-19).

Conforme o gráfico abaixo, podemos analisar que no último semestre de 2008 houve apenas um crescimento do PIB de 1,8% em comparação com o último semestre de 2007, o que revela uma forte desaceleração econômica ao final do ano (NARDES, 2008, p. 19).

GRÁFICO 5 - CRESCIMENTO REAL DO PIB (CONTRA MESMO TRIMESTRE DO ANO ANTERIOR)



Fonte dos dados IBGE (2008)

Devido ao impacto da crise ter sido mais evidente apenas ao final de 2008, não houve grandes quedas nas taxas brasileiras quando analisamos o exercício completo desse ano. Voltando nosso olhar para os diversos setores da economia brasileira, individualmente, temos destaque para as maiores taxas positivas acumuladas na agropecuária, com 5,8%, a construção civil com 8,0% e a indústria com 4,3%. Além disso, o subsetor de intermediação financeira com crescimento de 9,1%, que apesar desse expressivo aumento, ainda não foi maior do que no ano de 2007, em que ele sofreu uma elevação de 14,5% (NARDES, 2008, p. 20).

TABELA 1 - TAXA ACUMULADA DE CRESCIMENTO DO PIB. VARIAÇÃO EM RELAÇÃO AO MESMO PERÍODO DO ANO ANTERIOR

Setor de Atividade	(em %)				
	2007.IV	2008.I	2008.II	2008.III	2008.IV
<b>Agropecuária</b>	<b>5,9</b>	<b>3,8</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	<b>5,8</b>
<b>Indústria</b>	<b>4,7</b>	<b>6,9</b>	<b>6,2</b>	<b>6,5</b>	<b>4,3</b>
Extrativa Mineral	2,8	3,6	4,5	5,6	4,3
Transformação	4,7	7,4	6,2	6,1	3,2
Construção Civil	5,0	8,9	9,3	10,2	8,0
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	5,9	5,4	4,6	4,9	4,5
<b>Serviços</b>	<b>5,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>	<b>5,5</b>	<b>4,8</b>
Comércio	7,1	7,9	8,1	8,6	6,1

<b>Setor de Atividade</b>	<b>2007.IV</b>	<b>2008.I</b>	<b>2008.II</b>	<b>2008.III</b>	<b>2008.IV</b>
Transporte, armazenagem e correio	5,3	4,3	4,7	5,0	3,2
Serviços de informação	7,0	8,0	8,1	8,8	8,9
Intermed. financeira, seguros, previdência complementar e serviços relacionados	14,5	13,2	11,7	10,7	9,1
Outros Serviços	2,7	3,3	4,1	4,7	4,5
Atividades imobiliárias e aluguel	4,1	3,8	3,5	3,3	3,0
Administração, saúde e educação públicas	2,4	1,4	1,7	2,0	2,3
<b>Valor Adicionado a Preços Básicos</b>	<b>5,2</b>	<b>5,6</b>	<b>5,8</b>	<b>5,9</b>	<b>4,7</b>
<b>Impostos líquidos sobre produtos</b>	<b>8,4</b>	<b>9,1</b>	<b>8,6</b>	<b>9,1</b>	<b>7,4</b>

Fonte dos dados IBGE. (Dados Preliminares– 4º Trimestre de 2008)

## 6. CONCLUSÃO

Em um mundo pós o estouro da bolha imobiliária em 2008, foi vivido um intenso período de insegurança em relação ao futuro da economia capitalista e, quando não se tem confiança no futuro, os investimentos cessam e se entra em uma recessão, as pessoas deixam de gastar ou investir e passam a apenas guardar dinheiro, preferindo a liquidez.

Com as proporções alcançadas pela crise financeira de 2008, é cada vez mais nítido o papel crucial que os Estados representam ao intervir na economia em situações críticas. Após cada crise econômica vivida, o mundo vem se afastando cada vez mais dos ideais liberais. Ao decorrer da crise americana, foi possível observar perda de confiança dos agentes, o que resultou em uma forte deflação do mercado financeiro e habitacional dos EUA. É possível também evidenciar a preferência pela liquidez e a retração do capital das instituições remanescentes, gerando desemprego e desaceleração do crescimento econômico.

A princípio, as medidas tomadas pelos Bancos Centrais mundiais foram fortes políticas monetárias expansionistas, injetando dinheiro nas economias, incentivando os bancos a ceder empréstimos por meio de “*Quantitative Easing*”, que se traduz em um afrouxamento quantitativo. Nos Estados Unidos, o pacote monetário foi dividido em três fases que injetaria mais de US\$ 1 trilhão na economia e faria a roda econômica americana girar novamente.

Foi ao fim de 2008 que o impacto da crise econômica mundial foi sentido com maior intensidade no Brasil. Com isso, o objetivo era impedir fuga de capital estrangeiro e estimular o comércio exterior, devido ao grande impacto da crise nas exportações brasileiras, que são um forte pilar da economia.

Como estratégia inicial, o governo focou em fomentar o consumo para reter os avanços da crise. Posteriormente, nas áreas monetárias, fiscais e creditícias, foram adotadas tanto

medidas gerais quanto medidas específicas para os setores mais afetados. Dentre as ações, por exemplo, foram cedidos aumentos dos limites de empréstimos nos setores de construção civil e aumento de oferta de crédito para o setor automotivo. O governo também atuou, fortemente, na área cambial visando diminuir a volatilidade do dólar por diversos instrumentos financeiros, como leilão de dólares e redução da alíquota de IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) em operações de câmbio. Com as principais medidas mencionadas e muitas outras implantadas, o governo conseguiu aliviar os impactos da crise mundial na economia brasileira.

## 7. REFERÊNCIAS

BERNANKE, B. *Subprime mortgage lending and mitigating foreclosures. Testimony before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, September 20<sup>th</sup>, 2007.*

BRESSER-PEREIRA, L. C. **Crise e Recuperação da Confiança.** Dossiê da Crise, p. 6-7, 2008.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **Crise e Deflação dos Ativos: por quê?** Dossiê da Crise, p. 8-11, 2008.

FARHI, M; CINTRA, M.A.M. **Crise financeira internacional, contágio e possíveis respostas regulatórias.** 2009.

HARVEY, D. **O Novo Imperialismo.** 2. ed. São Paulo: Edições Loyola, 2005.

LUCCHESI, C. P. **Injeção de liquidez soma US\$ 3,2 tri.** Valor Econômico, Caderno Finanças, 24 de setembro de 2007.

NARDES, A. **Desempenho da Economia Brasileira em 2008.** Disponível em: <<http://www.tcu.org>> Acesso em 05 de abril de 2022.

TORRES Filho, Ernani T. & BORÇA Jr., Gilberto R. **A crise do subprime ainda não acabou.** Visão do Desenvolvimento, n.50. Rio de Janeiro: BNDES, 2008.

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Relatório Prévio sobre as Contas do Governo da República.** Disponível em: <<http://tcu.gov.br>> Acesso em: 05 de abril de 2022.