



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária

Departamento de Economia

Beatriz de Araujo Hiroi

**A desregulamentação financeira nos Estados Unidos da América e sua
influência na crise do subprime em 2008**

Monografia de Bacharelado em Ciências Econômicas

São Paulo

Maio/2023

Beatriz de Araujo Hiroi

**A desregulamentação financeira nos Estados Unidos da América e sua
influência na crise do subprime em 2008**

Monografia submetida à apreciação de banca examinadora do Departamento de Economia, como exigência parcial para a obtenção do grau em Bacharel em Ciências Econômicas, elaborada sob a orientação do Professor César Roberto Leite da Silva.

Maio/2023

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.

Hiroi, Beatriz de Araujo.

A desregulamentação financeira nos Estados Unidos da América e sua influência na crise do subprime em 2008 / Beatriz de Araujo Hiroi – São Paulo, 2023.

Trabalho de Conclusão do Curso de Graduação em Ciências
Econômicas
Orientador: César Roberto Leite da Silva

1. Crise do subprime 2. Desregulamentação Financeira 3. Influência.
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária.

DADOS DO ALUNO	
NOME:	RA:
CURSO:	SEM./ANO DE INGRESSO:

TIPO DE TRABALHO
<input type="checkbox"/> MONOGRAFIA
<input type="checkbox"/> PRODUÇÃO E APRESENTAÇÃO DO TRAB. DE CONCLUSÃO DO CURSO – BACH.
<input type="checkbox"/> PRODUÇÃO E APRESENTAÇÃO DO TRAB. DE CONCLUSÃO DO CURSO – LIC.
<input type="checkbox"/> PROJETO DE CENA
<input type="checkbox"/> PROJETO MONOGRÁFICO
<input type="checkbox"/> TRABALHO DE CONCLUSÃO DO CURSO
<input type="checkbox"/> OUTRO:

DADOS DO TRABALHO	
TÍTULO:	
ORIENTADOR:	
COMISSÃO EXAMINADORA	
PROF. 1:	
PROF. 2:	
PROF. 3:	
DATA DA AVALIAÇÃO DO TRABALHO:	NOTA:

PROFESSOR ORIENTADOR DO TRABALHO	
OBSERVAÇÕES:	
DATA:	ASSINATURA:

Formulário SAE 05 – Versão 02 –
26/05/23

Regulamentação:

- Projetos Pedagógicos dos Cursos

Para uso da SAE
Obs.: _____

Data: ____/____/____ Assinatura: _____

AGRADECIMENTOS

Inicialmente gostaria de agradecer a todos que estiveram do meu lado e me apoiaram de alguma forma, com certeza isso foi de extrema importância para meu desenvolvimento.

Gostaria de destacar meu agradecimento aos meus pais, por sempre me darem o apoio necessário para meu desenvolvimento e por me ensinarem a caminhar com as minhas próprias pernas e ir atrás de meus objetivos. Além disso, gostaria de agradecer meu pai por sempre incentivar a educação e me transmitir esse valor tão importante. Também gostaria de agradecer minha mãe por todo o suporte que ela me deu durante minha caminhada até o momento.

Também gostaria de agradecer ao João Claudio Rufino – foi meu professor durante o ensino médio e, durante suas aulas de Sociologia que desenvolvi interesse pela área da economia e decidi fazer essa graduação.

Adicionalmente, gostaria de agradecer aos meus amigos pessoais por todo o apoio durante a graduação e pelos momentos de descontração, estes também são importantes para manter a sanidade.

Além disso, também gostaria de agradecer aos meus colegas de trabalho – obrigada por toda a paciência em sempre me ensinar e obrigada por sempre me incentivarem a entregar o melhor trabalho possível em qualquer âmbito.

Por fim, quero reforçar minha gratidão a todos que já cruzaram meu caminho e me ensinaram algo de alguma forma e, mesmo que minimamente, contribuíram para meu desenvolvimento (tanto pessoal, quanto profissional – ambos caminham lado a lado).
Muito obrigada!

Hiroi, Beatriz de Araujo. **A desregulamentação financeira nos Estados Unidos da América e sua influência na crise do subprime em 2008**. São Paulo, 2023. Monografia de Bacharelado (Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

Resumo: O objetivo desta pesquisa é analisar como a falta de regulamentação financeira nos Estados Unidos da América foi responsável pela crise do *subprime* em 2008. Através de uma análise do sistema financeiro global desde o Bretton Woods é possível observar uma crescente desregulamentação financeira ao longo dos anos e, somando-se a isso, também houve o crescimento de inovações financeiras e o desenvolvimento de tecnologias no mercado. Porém, boa parte disso não teve o acompanhamento de órgãos reguladores visando proteger os investidores e, conforme analisado, também houve negligência por parte órgãos públicos, empresas e instituições financeiras, resultando na crise do *subprime*.

Palavras-chave: Crise do Subprime, Desregulamentação Financeira, Sistema Financeiro Global, Derivativos.

Código JEL: G01

Abstract: The main objective of this research is to analyze how the lack of financial regulation at the United States of America was responsible for the subprime crisis in 2008. Through the analysis of the global financial system since the Bretton Woods, it is possible to observe a growing financial deregulation over the years and, adding to it, there is also the growing of financial innovations and the development of new technologies in the market. Meanwhile, all of this was not accompanied by regulatory organizations aiming to protect investors and as analyzed, there was also negligence of public organizations, companies, and financial institutions, resulting in the subprime crisis.

Palavras-chave: Subprime Crisis, Financial Deregulation, Global Financial System, Derivatives.

Código JEL: G01

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS, GRÁFICOS, ILUSTRAÇÕES E TABELAS.....	
LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS.....	
INTRODUÇÃO	1
1 EVOLUÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO MUNDIAL A PARTIR DA CONFERÊNCIA DE BRETTON WOODS	4
1.1 BRETTON WOODS: INÍCIO E CRISE.....	4
1.2 EUROS DÓLARES E PETRODÓLARES	10
1.3 SISTEMA CAMBIAL PÓS NIXON	14
1.4 DERIVATIVOS E SECURITIZAÇÃO DE DÍVIDAS.....	16
1.5 GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA	18
2 DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA, INFLUÊNCIA DO MERCADO NO CENÁRIO POLÍTICO E O DESENVOLVIMENTO DA CRISE DE 2008	21
2.1 DESREGULAMENTAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO DOS ESTADOS UNIDOS NOS ANOS 1980 A 2000	21
2.2 INFLUÊNCIA DO SETOR FINANCEIRO NAS DECISÕES POLÍTICAS.....	30
2.3 CARACTERIZAÇÃO DO MERCADO IMOBILIÁRIO E SUA RELAÇÃO COM O MERCADO FINANCEIRO E DE CRÉDITO.....	36
2.4 CARACTERIZAÇÃO E DESENVOLVIMENTO DA CRISE.....	42
3 EFEITOS DA CRISE E MEDIDAS REGULATÓRIAS TOMADAS VISANDO UMA RETOMADA DA ECONOMIA.....	53
3.1 EFEITOS DA CRISE	53
3.2 MUDANÇAS REGULATÓRIAS NOS ESTADOS UNIDOS PÓS CRISE	57
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	63
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	66

LISTA DE FIGURAS, GRÁFICOS, ILUSTRAÇÕES E TABELAS

FIGURA 1: ANTIGO MODELO DE EMPRÉSTIMO HIPOTECÁRIO.....	43
FIGURA 2: NOVO MODELO DE EMPRÉSTIMO HIPOTECÁRIO (SECURITIZATION FOOD CHAIN)	43
GRÁFICO 1: A EVOLUÇÃO DAS RESERVAR OFICIAIS DO OURO NO PERÍODO DE 1945-1970..	8
GRÁFICO 2: A EVOLUÇÃO EM PERCENTUAL DA POUPANÇA DAS FAMÍLIAS NOS ESTADOS UNIDOS DE 1980-2007.....	24
GRÁFICO 3: A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA DAS FAMÍLIA EM PORCENTAGEM DO PIB NOS ESTADOS UNIDOS DE 1980-2007	24
GRÁFICO 4: PREÇO DOS IMÓVEIS RESIDENCIAIS NOS EUA - 1992 A 2008 (VARIAÇÃO EM RELAÇÃO AO MESMO TRIMESTRE DO ANO ANTERIOR).....	39
GRÁFICO 5: EMISSÃO TOTAL DE NOVAS HIPOTECAS E PARTICIPAÇÃO DE HIPOTECAS SUBPRIME (2001-2006)	46
GRÁFICO 6: EVOLUÇÃO DO PERCENTUAL DE HIPOTECAS SUBPRIME SECURITIZADAS (2001- 2006).....	46
GRÁFICO 7: EVOLUÇÃO DO ÍNDICE DE PREÇOS DOS IMÓVEIS NOS EUA DE 1997 A 2008 (JAN200 = 100 - DADOS ATÉ AGOSTO DE 2008)	47
GRÁFICO 8: EVOLUÇÃO DA META DA FEDERAL RESERVE FUNDS RATE	48
GRÁFICO 9: VARIAÇÃO DOS PREÇOS DO IMÓVEIS E DA INADIMPLÊNCIA E EXECUÇÕES DE HIPOTECAS DO SEGMENTO SUBPRIME (1998-2008) (DADOS ATÉ O SEGUNDO SEMESTRE DE 2008).....	50
TABELA 1: IMPACTO DA CRISE EM INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS SELECIONADAS (1º TRIMESTRE DE 2008)	54

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABS	Asset Backed Securities
AIG	American International Group
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais
ARM	Adjustable Rate Mortgages
BIRD	Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento
CDO	Collateralized Debt Obligation
CDS	Credit Default Swaps
CMO	Collateralized Mortgage Obligation
CSE	Consolidated Supervised Entities
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
EDS	Equity Default Swaps
EESA	Emergency Economic Stabilization Act of 2008
EUA	Estados Unidos da América
FANNIE MAE	Federal National Mortgage Association
Fed	Federal Reserve
FMI	Fundo Monetário Internacional
FREDDIE MAC	Federal Home Loan Mortgage Corporation
GINNIE MAE	Government National Mortgage Association
GLBA	Gramm-Leach Bliley Act
GSE	Government Sponsored Enterprise
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
MBS	Mortgage Backed Securities
NINJA	No Income, No Job or Assets
OPEP	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
OTC	Over the Counter
PMDs	Países Menos Desenvolvidos
SEC	Security Exchange Commission
S&L	Savings and Loans
SIV	Special Investment Vehicle
SPV	Special Purpose Vehicle
TARP	Troubled Asset Relief Program

INTRODUÇÃO

O século XX foi marcado por diversas transformações na sociedade. Dentre elas, é possível destacar mudanças importantes no mundo financeiro e em assuntos relacionados a este setor. No início do século, houve uma grande crise financeira que causou fortes abalos na economia, conhecida como Crise de 1929.

Neste cenário de crise, foi criada uma importante regulamentação visando adicionar alguma forma de controle no mundo financeiro buscando evitar novos desastres neste setor. A Lei Glass Steagal Act foi aprovada pelo presidente Franklin Roosevelt em 1933. Essa lei tinha como objetivo separar bancos comerciais de bancos de investimentos. Além disso, foi responsável por criar o *Federal Deposit Insurance Corporation*, instituição que tinha como um de seus objetivos garantir o depósito bancário. Por fim, a lei buscava prevenir que houvesse desvio de fundos do público com o fim de aplicação em operações especulativas por parte dos bancos, visando manter um sistema financeiro saudável.

Então, posteriormente à criação desta lei, houve a segunda guerra mundial e, como consequência deste evento, houve a Conferência de Bretton Woods. A ideia inicial seria pensar em um novo sistema monetário internacional, visando estabelecer uma autoridade pública capaz de coordenar os diferentes poderes privados com o objetivo de evitar que estes tomassem medidas arbitrárias. Além disso, a ideia também seria promover e propiciar um ambiente que incentivasse e tornasse possível o desenvolvimento econômico partilhado entre as diferentes nações se utilizando do comércio e do controle monetário.

Apesar do que se idealizava como proposta para um novo sistema monetário internacional, na prática o que foi executado foi diferente. Na realidade, a proposta executada foi feita de acordo os interesses dos Estados Unidos da América. Então, neste momento, o dólar se tornou a moeda-chave da economia e houve um crescimento acelerado no comércio internacional, aumentando o número de transações financeiras entre os diferentes países.

Ao longo das décadas, o dólar passou a ser cada vez mais utilizado e, em conjunto disso, inovações financeiras passaram a surgir. Adicionalmente, os diferentes bancos ao redor do mundo passaram a se tornar cada vez mais conectados, criando um complexo sistema financeiro global.

A partir da década de 1980, tornou-se muito popular realizar operações financeiras com derivativos. Isso aconteceu, porque, com a evolução do sistema financeiro global, cada vez mais se tornou necessário a utilização desse produto para contrabalancear os diferentes tipos de instabilidade que poderiam surgir nas diferenças de preços, nas flutuações de câmbio e nas alterações de juros, por exemplo. Além disso, também foi um produto que contribuiu para a facilitação e aumento de especulações financeiras (DATHEIN, 2017, p. 12). Algo que possibilitou isso também foi o fato de que, por ser uma inovação, ainda não era um produto regulamentado e não havia taxações, contribuindo para um elevado retorno e um baixo custo.

No mesmo momento, a securitização foi outro produto financeiro que se tornou bastante comum, porque os bancos passaram por um momento de contração de crédito e as empresas tiveram a necessidade de buscar outras formas de se financiarem.

Então, durante a década de 1990, houve um aumento na globalização da atividade bancária. Diversos bancos apostaram na atividade bancária offshore, se lançando para fora de seus países em busca de outros centros financeiros. E essas atividades offshore tiveram um rápido crescimento em um curto período. Dessa forma, é possível notar que neste momento houve diferentes mudanças e inovações no mundo financeiro e estas não foram acompanhadas de novas regulamentações e controles.

Para completar o cenário que estava se desenvolvendo, Ronald Reagan foi eleito presidente dos EUA em 1981. Ao longo de seus mandatos, Reagan iniciou o desmonte das bases políticas e econômicas que haviam sido estabelecidas pós crise de 1929. As medidas que merecem destaque são o *Deregulation and Monetary Control Act* de 1980 e o *Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982*. Além disso, durante todo seu mandato, Reagan assumiu uma postura de apoio à livre iniciativa e de crítica à presença do Estado. Frente a este cenário, houve uma maior integração entre os mercados e os bancos comerciais passaram a pressionar por mais desregulamentação financeira. Adicionalmente, buscando driblar regulamentações ainda existentes, as instituições financeiras desenvolviam inovações para suprir suas necessidades.

Em 1993, nos EUA, iniciou-se o mandato do presidente Bill Clinton. Durante seus mandatos, Clinton seguiu na mesma linha que Ronald Reagan e permitiu que duas importantes leis que contribuíram para uma maior desregulamentação financeira: o *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994* e o *Gramm-Leach-*

Bliley Act em 1999. Dentre essas duas leis, a que possui maior destaque é o *Gramm-Leach-Bliley Act* (GLBA), pois foi responsável pelo fim do *Glass-Steagall Act*, lei que foi concebida após a crise de 1929. A GLBA foi responsável por permitir que houvesse fusão entre bancos, corretoras e seguradoras. Ao aceitar essa lei, o Congresso também entendia que era necessário aumentar a competitividade na indústria de serviços financeiros (CUARESMA, 2002). Então, com a GLBA, houve algumas fusões entre as instituições financeiras, contribuindo para um processo de concentração financeira nos Estados Unidos da América, algo que além de aumentar a competitividade na indústria, também contribuiu para o aumento do risco sistêmico (URPIA, 2015, p. 129).

Outra lei que contribuiu para o processo de desregulamentação financeira durante o mandato de Bill Clinton foi a *Commodity Futures Modernization Act of 2000*. O resultado dessa lei foi a remoção de regulamentação para determinadas operações de swaps – não havia um órgão regulador federal responsável. Dentre essas operações, é possível destacar os Credit Default Swaps (CDS) e os Equity Default Swaps (EDS). (TYMOIGNE, 2009, p. 4-5).

Por fim, também houve contribuição por parte de George W. Bush no processo de desregulamentação financeira. Foi criado o *Consolidated Supervised Entities Program*, o programa tinha por objetivo criar uma regulação voluntária e permitiu que o *Big Five* – Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch e Morgan Stanley – pudesse aumentar sua alavancagem com menos capital em reserva.

As leis que foram criadas e aprovadas foram acompanhadas de forte influência do setor financeiro nas decisões políticas e houve grande negligência por parte de pessoas influentes que faziam parte da dinâmica do mercado.

Por fim, ao se analisar o desenvolvimento da crise do subprime, é possível notar como a desregulamentação financeira foi responsável pelo aumento da complexidade do sistema financeiro e das relações do sistema financeiro com outros setores. Além disso, também foi responsável pelo aumento do risco sistêmico e por tornar o sistema financeiro global mais suscetível ao desenvolvimento da complexa crise que foi a crise do subprime em 2008.

1 EVOLUÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO MUNDIAL A PARTIR DA CONFERÊNCIA DE BRETTON WOODS

1.1 Bretton Woods: Início e Crise

O início do século XX e seus diversos eventos foram responsáveis por moldar o contexto propício para o desenvolvimento de novas ideias econômicas, políticas e sociais, uma vez que diversos países entraram em conflitos e tiveram que se reconstruir, buscando estabilidade internamente e externamente, com o objetivo de evitar a repetição dos desastres que haviam vivido durante a Primeira Guerra Mundial, a Crise de 1929 e a Segunda Guerra Mundial.

Neste cenário, ainda durante a Segunda Guerra Mundial, John Maynard Keynes, assessor do Tesouro Britânico e Diretor do Banco da Inglaterra, e Harry Dexter White, secretário assistente do Tesouro Americano, foram escolhidos para desenvolver um novo sistema monetário internacional. O objetivo era estabelecer uma autoridade pública que fosse capaz de coordenar e disciplinar os grandes poderes privados, buscando controlar as medidas arbitrárias que poderiam ser tomadas por estes poderes econômicos, conforme foi observado no passado e que contribuíram para os movimentos totalitários vividos por algumas nações durante os anos 20 e 30.

Além disso, essa autoridade seria responsável também por propiciar um ambiente em que fosse possível um desenvolvimento econômico partilhado entre as nações através do comércio e do controle monetário.

Para evitar a repetição do desastre era necessário, antes de tudo, constituir uma ordem econômica internacional capaz de alentar o desenvolvimento, sem obstáculos, do comércio entre as nações, dentro de regras monetárias que garantissem a confiança na moeda-reserva, o ajustamento não deflacionário do balanço de pagamentos e o abastecimento de liquidez requerido pelas transações em expansão. Tratava-se, portanto, de erigir um ambiente econômico internacional destinado a propiciar um amplo raio de manobra para as políticas nacionais de desenvolvimento, industrialização e progresso social. (BELUZZO, 1995, p. 11-12).

Keynes e White iniciaram as discussões e negociações a respeito de como deveria ser este novo sistema monetário internacional ainda em 1941. Ambos concordavam que o desenvolvimento econômico que seria planejado deveria ser compartilhado entre todas as nações e que, para que isso fosse possível, era necessário que houvesse um ambiente de troca comercial e monetária entre as diferentes economias, permitindo que houvesse uma

maior integração entre os países e, conseqüentemente, gerando um maior desenvolvimento global:

a) a liberalização no campo comercial e monetário, na convicção de que a eliminação progressiva de todos os obstáculos às trocas e aos regulamentos conduziria a um mais elevado grau de integração das economias e, conseqüentemente, a um maior desenvolvimento global;

b) o multilateralismo, isto é, a procura de soluções a nível global, de modo a comprometer um largo número de nações, evitando assim – enquanto fosse possível – o recuo dos sistemas produtivos em âmbitos restritos, como é típico dos primeiros contatos autárquicos e bilaterais. (BORTOLANI, 1981, p. 11).

Apesar das concordâncias, ambos também possuíam seus pontos de divergências em relação ao que deveria ser adotado no novo sistema monetário internacional. A primeira divergência tinha como questão a definição de um meio de pagamento internacional e de como seria feito o controle de sua quantidade. Na visão de Keynes, deveria ser criada uma moeda contábil internacional, o *bancor*, ao qual estariam referidas as moedas nacionais e seria emitido pela Clearing Union – uma espécie de Banco Central dos bancos centrais (BELUZZO, 1995, p.13). Porém, White acreditava que o padrão-ouro deveria ser restabelecido como instrumento de reserva internacional.

Ambos também discordavam em relação à forma utilizada para realizar os ajustes nos balanços de pagamentos com o objetivo de equilibrar o comércio internacional. Keynes acreditava que os mecanismos utilizados para ajustes dos balanços de pagamentos deveriam ser aplicáveis a todos os países, fossem estes deficitários ou não. Já White acreditava que os ajustes deveriam ser aplicáveis somente aos países deficitários. É importante ressaltar que, neste formato, os Estados Unidos, por ser um país superavitário na época, não precisaria prestar contas de suas políticas econômicas. (LICHTENSZTEJN & BAER, 1987, p. 29-31).

Então, em 1944, quando o final da Segunda Guerra Mundial se aproximava, os norte-americanos possuíam grande vantagem financeira e militar em relação aos outros países, sendo a principal nação credora pós-guerra. É importante destacar que, neste momento, devido à guerra, a Inglaterra enfrentou um grande declínio como potência mundial, tendo perdas de reservas e endividamento frente aos Estados Unidos. Estes fatores tiveram grande peso nas decisões tomadas no Acordo de Bretton Woods, pois neste momento os países estavam submissos ao poder e aos interesses dos Estados Unidos.

Sob este contexto foi realizada a Conferência Monetária e Financeira Internacional das Nações Unidas e Associadas que contou com a participação de 44 países aliados e que ficou conhecida como Conferência de Bretton Woods. O objetivo era discutir as ideias propostas por Keynes e White e estabelecer quais seriam executadas para o desenvolvimento do novo Sistema Monetário Internacional no pós guerra.

Conforme Belluzzo (1995, p. 13): “o sistema monetário e de pagamentos que surgiu do Acordo de Bretton Woods foi menos “internacionalista” do que desejariam os que sonhavam com uma verdadeira “ordem econômica mundial”.”

Isto porque a proposta vencedora foi a americana estabelecida por White. Um dos objetivos do Bretton Woods era regular a política monetária internacional em relação às políticas monetárias dos países participantes e isto deveria ser feito através da tentativa dos vários governos em manter estável o câmbio do próprio país. Neste cenário, o dólar era a moeda-chave da economia e o governo dos Estados Unidos se comprometeria em manter constante o preço do dólar em ouro. Dessa forma, os países poderiam ter reservas em dólar também. E, diferente do ouro, essas reservas poderiam gerar juros.

compromisso de os vários governos manterem estável o câmbio, ou seja, o valor de sua moeda em relação às demais. A moeda-chave do sistema era o dólar, cujo valor em ouro seria mantido constante pelo governo dos Estados Unidos. Isto significava que o governo americano trocava ouro por dólares a um preço fixo, dando uma garantia aos possuidores de dólares de que o valor (em ouro) de suas reservas jamais cairia. Graças a esta garantia, tanto governos de outros países como particulares puderam manter reservas monetárias em dólares que, ao contrário do ouro, rendiam juros, porque estas reservas eram muitas vezes mantidas sob a forma de Títulos do Tesouro dos EUA. (SINGER, 1993, p.58).

Além disso, a proposta aprovada também contava com a criação de um Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento, BIRD, que tinha como função a provisão de créditos destinados à retomada de investimentos e crescimento econômico. Também foi criado o Fundo Monetário Internacional, FMI, que seria um organismo regulador, criado para auxiliar países com dificuldades em seus balanços de pagamentos. Dessa forma, houve um crescimento acelerado do comércio internacional e também a criação de novos acordos com o objetivo de facilitá-lo.

No período pós-guerra, os Estados Unidos ocupavam o papel de país credor na reconstrução da Europa e do Japão através da criação do Plano Marshall. Isto se deve ao fato de o Bretton Woods não ter previsto o grande custo necessário para reconstruir os

países após o término da Segunda Guerra e também não contava com a polarização e atritos políticos que surgiriam com a União Soviética e seus aliados.

A combinação desses dois fatores – problemas econômicos de recuperação ainda mais difíceis do que se esperava e a divisão do mundo em campos ideológicos hostis – foi a principal responsável por uma série de medidas especiais pelas quais os Estados Unidos (e também o Canadá) estenderam ajuda financeira direta à Europa Ocidental (SOLOMON, 1979, p. 24).

Nesse momento, os Estados Unidos desfrutavam do benefício da *seignorage* – lucro do governo derivado da emissão de moeda. Conforme indicado por Belluzzo (1995, p. 14):

Padoan (1986) sugere que, para os Estados Unidos, os benefícios da *seignorage* se desdobravam em:

a) objetivos estratégicos: os americanos suportaram a maior parte dos custos da aliança militar formalizado no tratado do Atlântico Norte e puderam fazê-lo em grande medida, graças à condição de emissores da moeda reserva internacional;

b) objetivos econômicos: a *seignorage* permitiu a expansão da indústria americana e de seu estilo tecnológico (o fordismo), sobretudo através do investimento direto;

c) objetivos financeiros: a posição de “banqueiro internacional” dos Estados Unidos concedeu um enorme espaço para o crescimento dos bancos americanos.

Ao perseguir estes objetivos, a economia americana funcionava - Minsky assinalou com correção - como “reguladora” do sistema capitalista. Isto significa que os Estados Unidos cumpriam o papel de fonte autônoma de demanda efetiva e prestador de última instância.

A estratégia de manter o dólar como moeda universal e vinculado à liquidez internacional funcionou de maneira efetiva durante a década de 50. Porém, com a reconstrução do pós guerra e a ascensão das economias europeias e japonesa, os Estados Unidos passou a sentir efeitos preocupantes em relação a sua moeda. As economias em expansão passavam a ocupar um espaço maior no mercado internacional e também, neste momento, se intensificou um fluxo de capitais norte-americanos atraídos pelo crescimento dos países que estavam se reerguendo. Causando, conseqüentemente, déficits na balança de pagamentos norte-americana. Algo que levantou certa suspeita em relação à capacidade do dólar em manter seu valor.

Neste momento, o dólar passou por uma crise de confiança associada à uma crise de liquidez que foi explicada pelo economista Robert Triffin e que foi nomeada como “Dilema de Triffin”. Como o dólar era a moeda-chave na economia, todos os países precisavam de dólar para realizar suas trocas comerciais – importante notar que neste

momento as trocas estavam crescendo entre os países. Porém, para os países terem mais dólares para realizar trocas, era necessário que os Estados Unidos tivessem déficits em suas trocas para que, ao pagar pelo que devia, fossem entregues dólares para o outro país, aumentando a liquidez deste outro país. Mas, ao haver um aumento de déficits nas relações de troca dos Estados Unidos, há uma geração de desconfiança em relação ao valor da própria moeda.

O mundo todo precisava de dólares para poder acomodar a expansão do comércio internacional, mas dólares se tornavam disponíveis para outros países quando os Estados Unidos tinham déficits em suas operações externas e pagavam pela diferença, enviado dólares ao exterior, aumentando a liquidez internacional; esse aumento de liquidez, contudo, ao ser gerado por déficits nos pagamentos dos Estados Unidos, contribuía para enfraquecer a confiança no próprio dólar – quanto mais liquidez fosse criada, maior seria a desconfiança no valor da moeda americana. (CARVALHO, 2004, p. 61).

Além disso, a partir da década de 1950, o montante de ouro do Tesouro americano diminuiu, contribuindo para a falta de estabilidade enfrentada pela moeda norte-americana neste período e conseqüentemente por intensificar a crise de confiança na moeda. O mercado temia que a credibilidade do dólar poderia estar em risco.

Gráfico 1: A evolução das reservas oficiais do ouro no período de 1945-1970



Fonte: SAMUELSON, Paul. O sistema Monetário Internacional. Rio de Janeiro: Biblioteca Salvat de Grandes Temas – Livros GT, 1979, p.60.

Somando-se ao cenário descrito, também houve reflexo da Guerra do Vietnã que proporcionou um aumento inflacionário na economia norte-americana e um maior déficit

na balança de pagamentos também, o qual foi financiado através da emissão de moeda (MOFFITT, 1985, p. 29-30).

Frente a este cenário, o mercado temia uma desvalorização em relação ao dólar e este sentimento se intensificou durante a década de 60 durante o governo de John F Kennedy como presidente dos Estados Unidos. Neste momento, houve uma grande fuga de capitais dos EUA, intensificando o cenário que estava se desenvolvendo frente ao dólar.

Devido ao fato de o dólar servir como moeda corrente do mundo, a inflação enfrentada pelos Estados Unidos também foi transferida à Europa e ao Japão. Como a inflação causa uma desvalorização do poder aquisitivo da moeda e, neste momento, muitos países passaram a manter parte de suas reservas em dólar, houve uma redução do poder aquisitivo das reservas dos países que possuíam a moeda como parte da reserva.

Quando os Estados Unidos se recusaram a eliminar os déficits de seu balanço de pagamento, as decisões monetárias de Bretton Woods transformaram-se em crescente passivo para os europeus e japoneses. A inflação nos Estados Unidos causou a redução do poder aquisitivo do dólar e, portanto, do valor das reservas europeias de moedas estrangeiras – basicamente dólares. Ainda sob o regime de taxas de câmbio relativamente fixas, os europeus e japoneses eram obrigados a intervir em seus mercados para comprar dólares sempre que especuladores entravam nesses mercados vendendo a moeda americana. O meio para a compra de dólares era a emissão de mais marcos, ienes ou francos. Na medida em que isso resultou em políticas monetárias excessivamente expansionistas, a situação pendente do dólar tornou-se um veículo a exportar a inflação americana para a Europa. (MOFFITT, 1985, p. 31).

Neste contexto, tornava-se claro que era necessário fazer uma revisão no sistema estabelecido anteriormente. E, foi possível fazer uma manutenção devido à cooperação internacional entre os Bancos Centrais com o objetivo de dar sustentação ao dólar:

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 aos governos estrangeiros não estimulasse 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).

Além disso, paralelamente, o comércio de moedas no exterior estava crescendo. Ou seja, o depósito de moedas de uma nacionalidade em um outro país estava ganhando espaço

no mercado internacional. Por exemplo, estava se tornando bastante comum o depósito de dólar em países europeus, chamados de eurodólares. Dessa forma, os Bancos Centrais estavam fortalecendo o mercado de eurodólares e estavam contribuindo com a geração de inflação em seus países, ao invés de fazer com o que os Estados Unidos desvalorizassem sua moeda. (KRUGMAN & OBSTFELD, 2001, p. 478-9).

Frente a todas as complicações que se desenvolveram, em 1971, Richard Nixon, o presidente dos Estados Unidos, suspendeu a conversibilidade do dólar a uma taxa fixa com o ouro. Neste momento, o sistema de paridades fixas, mas ajustáveis, foi substituído por um sistema de flutuações sujas. Além disso, também estabeleceu um imposto de 10% sobre as importações americanas, com o objetivo de forçar os parceiros comerciais do país a valorizarem suas moedas em relação ao dólar. E, por fim, reduziu os incentivos fiscais à aquisição de bens de capitais produzidos internamente (KRUGMAN & OBSTFELD, 2001, p. 571).

A crise do sistema financeiro estabelecido pela Conferência de Bretton Woods “permitiu e estimulou o surgimento de operações de empréstimos/depósitos que escapavam ao controle dos bancos centrais.” (BELLUZZO, 1995, p. 15).

1.2 Eurodólares e Petrodólares

Conforme já mencionado anteriormente, o eurodólar pode ser classificado como o depósito de dólares feito fora do país de origem. Essa característica se consolidou a partir do final dos anos 40 e início dos anos 50. Neste momento, no contexto de Guerra Fria, os países do bloco socialista temiam sofrer embargos pelo Estados Unidos e, ao mesmo tempo, tinham a necessidade de manter reservas em dólares para que pudessem honrar com seus compromissos externos. Então, como solução, depositavam suas receitas de exportação em dólares em bancos europeus, contribuindo para o aumento da concentração de dólares fora dos EUA.

No final da década de 50, o volume de eurodólares excedia a necessidade de procura por produtos norte-americanos no comércio internacional, fazendo com que o mercado de empréstimos se utilizasse destes eurodólares. Segundo Lavagetti (2004, p. 42)

No final dos anos de 1950, o mercado de eurodólares passou por forte expansão, sendo que suas operações triplicaram em volume de negócios no ano de 1959 e voltaram a duplicar-se em 1960, empurradas pelo surto de prosperidade européia e pelo crescimento e ampliação das operações das empresas multinacionais norte-americanas.

Além disso, ainda de acordo com Lavagetti, o Tratado de Roma, feito em 1958, foi responsável por intensificar o aumento de operações financeiras no exterior. Este tratado conferiu a conversibilidade ao dólar às moedas que faziam parte do Acordo. E, também, fez com que passassem a serem aceitas internacionalmente. “A conversibilidade das diversas moedas nacionais, e a possibilidade de virem a ser escrituralmente depositadas em praças no exterior, deu origem a uma grande reserva monetária em disponibilidade no mercado internacional.” (LAVAGETTI, 2004, p. 42).

Porém, neste momento, os bancos centrais europeus passaram a temer a intensificação do processo de empréstimos, pensavam que poderia se multiplicar sem controle e provocar crises financeiras.

Os riscos se tornariam crescentes à medida que as instituições financeiras nesses mercados não contassem com um ‘emprestador de última instância’, pelo menos ao modo em que estavam estruturados os mercados financeiros, com seus recursos e operações circunscritas aos mercados internos, na arquitetura engendrada em Bretton Woods. (LAVAGETTI, 2004, p. 43).

Então, na década de 60, frente a este cenário, o governo norte-americano buscou estabelecer limites sobre os fluxos financeiros provenientes do mercado europeu. Os maiores desafios eram os empréstimos e financiamentos oferecidos pelo mercado internacional feitos a taxas de juros mais favoráveis que as utilizadas pelos EUA. Conforme Lavagetti (2004, p. 43),

Em 1963...foi lançado, pelo governo Kennedy, o “Imposto de Equalização de Juros”, que tornou mais cara a tomada de empréstimos no exterior para os bancos dos EUA. Embora a medida visasse a defesa dos termos de Bretton Woods, estabelecendo controles sobre fluxos de capitais externos, seus resultados práticos acabaram apontando em direção contrária, encorajando a tomada de empréstimos nos euromercados, inclusive por parte dos grandes bancos norte-americanos, Citibank, Bank of America, Chase e outros. Estes, no exterior conseguiram contornar com mais facilidade as restrições legais existentes em seu país. Em 1966, novas restrições sobre a taxa de juros nos EUA, desta vez no governo Johnson, igualmente referendaram esta tendência dos bancos americanos buscarem no exterior mais operações, emprestando e prestando serviços a seus clientes multinacionais.

Frente a expansão dos negócios com eurodólares nas principais praças financeiras durante a década de 60, novos mercados começaram a surgir também. Então, além dos países europeus, também entravam para a lista Hong Kong, Singapura, Bahamas, Ilha Grande Cayman e algumas ilhas do Caribe. Estas praças de comércio desregulamentadas tinham como propósito a livre circulação dos eurodólares. E, como atrativos, se utilizavam de:

1. Legislação bancária permissiva à circulação de capitais estrangeiros; 2. Sigilo bancário absoluto; 3. Regulamentação mínima para entrada e saída de fundos; 4. Impostos baixos; 5. Separação entre fluxos financeiros internacionais e o sistema financeiro local; 6. Estabilidade financeira e banco central efetivo; 7. Localização conveniente em termos de fuso horário. (LAVAGETTI, 2004, p. 44).

A busca por mercados mais permissivos e a expansão do mercado de eurodólares ia contra os parâmetros estabelecidos no Acordo de Bretton Woods, principalmente em relação aos controles de fluxos internacionais de capitais.

Então, como já mencionado, em 1971, Nixon decretou a inconvertibilidade do dólar pelo ouro. Algo que se configurou como uma onda especulativa nos principais euromercados. Neste cenário, os operadores dos euromercados criaram modalidades de negócios com o objetivo de valorizar seus grandes volumes de recursos.

A expansão mais agressiva dos negócios nos euromercados causaria a proliferação de ‘bancos de 2ª linha’, bancos de menor porte, mas bastante ‘agressivos’ em suas operações, notadamente nos mercados domésticos da Inglaterra e dos EUA, enquanto os grandes bancos, por seu turno, passaram a especializar-se em operações de empréstimo no exterior, principalmente para os países do terceiro mundo. Aqueles tomadores mais promissores deste grupo foram cortejados por vários bancos internacionais, que lhes ofereciam empréstimos e serviços. Alguns destes países, principalmente aqueles cujas economias apresentavam altas taxas de crescimento, passaram a ser avaliados como ‘bom risco’, na medida que tinham, como contrapartida aos empréstimos, atividades econômicas em expansão e receitas cambiais crescentes. (LAVAGETTI, 2004, p. 47).

Além disso, também ocorreram outras duas inovações no início dos anos 1970, a criação de transferências e empréstimos interbancários:

Transferências interbancárias: os bancos transferem recursos para suas sucursais no exterior e aí realizam as operações de financiamento, fugindo, assim, aos impostos. Esta prática constitui uma expansão da base potencial dos eurodólares. Os próprios americanos estão, dessa maneira, incrementando o euromercado e alavancando-o rumo à maturidade.

Empréstimos interbancários: um banco toma empréstimo em outro e coloca esses recursos numa conta de eurodólares. Expande-se, assim, também, a base dos eurodólares. (SAUL, 1991, p. 37).

Com isso, é possível notar que os bancos se tornam vinculados uns aos outros, ou seja, problemas e quebras em um banco podem significar um colapso em grandes proporções nos mercados financeiros internacionais, algo que Saul chama de pirâmide de crédito. Apesar deste problema, em um cenário em que há certa maturidade no relacionamento interbancário, esse vínculo pode contribuir para solidificar o sistema.

Adicionalmente, o mercado interbancário pode ser descrito como um meio para fornecer mais empréstimos às empresas e aos governos e auxiliar aos bancos na captação de fundos destinados à manutenção de suas carteiras de empréstimos.

Ao longo da década de 1970, foi possível analisar um grande aumento de recursos no euromercado. Este crescimento pode ser entendido através de três eventos relevantes neste momento: o fim do sistema Bretton Woods, a consolidação dos paraísos fiscais e a ascensão da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP).

Em 1973 ocorreu o chamado “Primeiro Choque do Petróleo”, neste momento, os preços subiram rapidamente, provocando a deterioração das contas externas dos países importadores de petróleo. Conforme Lavagetti (2004, p. 47-78):

(...) provocou forte queda nos preços dos mercados imobiliários e de ações, colocando em risco instituições bancárias, principalmente as de menor porte. Esta situação foi agravada pelo endurecimento do crédito adotado pelos formuladores de política econômica dos principais países industrializados, revertendo a até então adotada política de juros baixos e crédito barato. O resultado foi a quebra de bancos menores, os supracitados ‘bancos de segunda linha’, nos mercados londrinos e norte-americano. Estas quebras só não se generalizaram devido à intervenção dos bancos centrais, como o Banco da Inglaterra que, em 1974, formou um consórcio de bancos e levantou US\$3 bilhões para salvar 26 bancos de 2ª linha, evitando assim a generalização da crise”.

Então, no ano seguinte ao Choque, o mercado internacional começou a superar a crise que havia se desenvolvido e, neste momento, os dólares obtidos pelos países produtores de petróleo passaram a ser depositados no euromercado, sendo nomeados de petrodólares. Conseqüentemente, este aumento de recursos no euromercado tornou disponível um elevado volume financeiro para instituições financeiras. Neste cenário, desenvolveu-se um processo de depósito e reempréstimo de petrodólares, chamado de reciclagem de petrodólares.

Diante da recessão mundial e da não absorção destes petrodólares por multinacionais, os bancos passaram a financiar projetos de industrialização de países subdesenvolvidos sob a forma de empréstimos diretos aos governos ou bancos centrais. E, adicionalmente, estes bancos tinham o objetivo de empurrar este dinheiro disponível de qualquer forma aos países subdesenvolvidos, porque o desempenho do funcionário do banco era medido pela quantidade de empréstimos que ele conseguia criar.

Uma vez que o desempenho do analista era ‘julgado pelo número de empréstimos que conseguia empurrar’ e não pela capacidade creditícia

dos devedores, não admira que os bancos supranacionais tenham feito aos PMDs (países menos desenvolvidos) tantos empréstimos que hoje não podem ser amortizados”. (WACHTEL apud SAUL, 1991, p. 45).

Então, ao longo das décadas de 1970 e 1980, a expansão bancária acabou reduzindo as margens de lucros sobre os empréstimos de primeira linha e, conforme Moffitt (1984, p. 93), “os bancos, por isso, saíram em busca de novos clientes a quem emprestar. Para muitos, a solução foi voltar a uma antiga prática bancária – a de financiar governos”.

Além disso, no início da década de 1980 é possível observar uma desaceleração no crescimento monetário americano. Soma-se a isto um crescente déficit no orçamento do governo norte-americano. Ambos os fatores contribuíram para uma valorização do dólar.

Como resultado deste cenário, os demais países industrializados passaram a sofrer uma redução nas taxas de crescimento também e, conseqüentemente, houve uma diminuição da oferta monetária mundial, levando à uma recessão nestas economias.

Durante a década de 1980, os crescimentos das dívidas norte-americana e europeia se tornavam cumulativos. E, adicionalmente, as dívidas públicas destes países, tanto internas quanto externas, cresceram rapidamente devido a elevação das taxas de juros. Conforme Belluzzo (1997), este crescimento endógeno do endividamento público foi acompanhado por uma maior dependência dos governos em relação aos mercados financeiros internacionalizados.

É importante destacar que neste momento também passa a surgir as operações no mercado de derivativos. Estas operações tinham como objetivo fazer a cobertura cambial sobre a volatilidade das cotações e também das taxas de juros.

1.3 Sistema Cambial pós Nixon

Após o decreto da inconvertibilidade do dólar pelo ouro feito por Nixon em 1971, países europeus tentaram, em conjunto com os Estados Unidos, ajustar as paridades entre as moedas. Alguns acordos foram feitos, por exemplo, O Acordo Smithsonian. Os países buscavam um sistema cambial de bandas de flutuação controladas. E, então, entre 1971 e 1973, é possível considerar que as principais moedas do mundo foram realinhadas. Este acordo buscou preservar a estabilidade financeira e monetária internacional que havia sido alcançada com o Acordo de Bretton Woods no passado. (COMBAT, 2019, p. 11).

Porém, em 1972, a Inglaterra decide romper com o Acordo e passa a permitir que a cotação da libra varie em relação ao dólar sem nenhuma limitação. Então, frente a isso,

em 1973, o dólar já havia se depreciado 10% em relação às moedas do mercado europeu (libra, marco alemão e franco francês). Neste momento, acabou ocorrendo uma maior depreciação da moeda norte-americana, pois diversos governos passaram a se desfazer rapidamente de suas reservas em dólar (GUTTMANN, 1994, p. 142).

Então, frente a este cenário, o governo norte-americano aderiu ao sistema de livre flutuação cambial. E, assim, é possível compreender que na década de 1970, o sistema monetário e financeiro mundial pode ser definido por um momento de incertezas e instabilidades. Isto se deve ao fato de cada país ter se tornado responsável por definir unilateralmente os limites de oscilação das taxas de câmbio de cada moeda em relação as outras. (COMBAT, 2019, p. 12).

A crescente instabilidade cambial neste período também tem raízes na incompatibilidade entre as políticas norte-americana e europeias em relação ao controle de fluxo de capitais. Os Estados Unidos foram responsáveis por uma série de medidas que ocasionaram EM uma maior desregulamentação financeira. Os países europeus, por outro lado, buscaram manter certo controle sobre os fluxos de capitais. Essa divergência entre as políticas dos países deixava clara a fragilidade do sistema monetário e financeiro internacional ao longo da década de 1970. (GUTTMANN, 1994, p. 148).

Além disso, havia constantes intervenções dos Bancos Centrais nos mercados de câmbio.

Moedas como o dólar canadense, o franco francês, o franco suíço, a lira, o iene e a libra esterlina eram administradas ativamente. Intervenções atuavam em ambos os lados do mercado: elas eram usadas para dar sustentação a moedas fracas e para limitar a valorização de moedas fortes. (EICHENGREEN, 2000, p. 191).

Porém, apesar da política cambial atender aos objetivos de cada Estado, o resultado era inconsistência entre as diferentes atuações nacionais, deixando claro um descompasso nas políticas monetárias e financeiras que caracterizou a década de 1970 (COMBAT, 2019, p. 14).

Então, no início da década de 1980, os juros aumentaram na economia norte-americana e, como forma de tentar controlar a inflação, a base monetária foi contraída. E, somando-se a isso, os Estados Unidos aderiram ao sistema de livre flutuação cambial, fortalecendo o processo de desregulamentação financeira que já estava em curso desde 1970 (EICHENGREEN, 2000, p. 195-196).

Somando-se a este cenário, ao longo da década de 1980, a economia mundial acabou sendo afetada por amplas flutuações nas taxas de câmbio e grande volatilidade nas taxas de juros, causando maiores desestabilizações. (BELLUZZO, 1995, p. 6).

Muitos bancos internacionais passaram por momentos de fragilidade. Consequentemente, a concorrência entre instituições não-bancárias e bancos tornou-se maior, pressionando para uma maior desregulamentação dos mercados financeiros, buscando diminuir a diferenciação entre estas instituições. Além disso, houve a criação e ampliação de inovações financeiras que tinham como objetivo buscar a proteção de ativos financeiros. Neste cenário, ganharam espaço os derivativos e os processos de securitização de dívidas (DATHEIN, 2017, p. 12).

1.4 Derivativos e Securitização de Dívidas

Os derivativos são instrumentos que foram criados com o objetivo de fornecer proteção aos agentes contra imprevistos em relação aos produtos agrícolas e a oscilação do câmbio. Não há um consenso em relação à quando este produto passou a existir, mas tornou-se bastante popular a partir da década de 1980 (THIELE, 2009, p. 17). Neste momento, passou a ser utilizado como um produto financeiro para contrabalancear as instabilidades de preços, juros e câmbio.

O desenvolvimento dos derivativos resultou em uma maior flexibilidade e segurança para o aplicador e tomador de recursos, tendo a funcionalidade de *hedge* nas operações financeiras. Porém, em contrapartida, também acabou facilitando a especulação e ocasionou em um maior risco sistêmico no mercado financeiro devido ao baixo controle sobre estes tipos de operação (DATHEIN, 2017, p. 12). Além disso, também não havia uma regulamentação para esse produto que estava sendo cada vez mais utilizado.

Conforme definido pelo *Global Derivatives Group* em seu trabalho *Derivatives: 10 practices and principles* (1993):

Apesar da concepção sob a qual os derivativos se baseiam ser simples, eles são flexíveis e poderosos; uma contraparte exposta a um risco indesejado pode transferir este a outra contraparte, assumindo assim um risco diferente do original, ou pagando para se livrar daquele risco. Por exemplo. Em um *swap* em que as partes tem riscos recíprocos, eles podem ser reduzidos ou até eliminados pela simples troca do fluxo financeiro das operações originais. Um tomador de recursos pode, de fato, troca o pagamento de dívidas em francos suíço por uma obrigação em dólares americanos. Um investidor pode trocar o retorno de uma cesta de ações norte-americanas por uma de ações alemãs. Um

comprador de petróleo pode fixar o preço futuro deste produto em ienes japoneses ou euro, ou qualquer outra moeda.

Adicionalmente, conforme pontuado por Strange (1998), a prática de operações de derivativos se dá essencialmente por três motivos: o primeiro refere-se à busca, por parte das instituições, em operar em moeda estrangeira sem implicar em um maior risco em seus balanços devido à livre conversão de moedas e à alta volatilidade deste ativo. O segundo motivo faz referência ao aumento da demanda do comércio internacional por operações de *hedge*, ou seja, por operações de proteção diante das incertezas acerca do futuro. Por fim, o terceiro motivo é a busca por lucro das instituições a partir de uma inovação. E, por ser uma inovação, ainda não era regulamentada e também não era taxada, gerando um baixo custo e um retorno mais elevado.

Além dos derivativos, a securitização financeira foi outro produto que passou a ser bastante utilizado a partir da década de 1980. Este produto tinha como característica a emissão, por corporações, de valores mobiliários no mercado de capitais com o objetivo de se autofinanciar. Isso passou a acontecer com maior frequência devido a contração do crédito por parte dos bancos, então as empresas passaram a buscar outras formas de adquirir capital e mais liquidez, algo que encontraram neste tipo de operação, pois este produto transforma ativos não líquidos em títulos no mercado de capitais.

Um detalhe bastante importante em relação às securitizações é em relação a quem está tomando o risco. Neste produto, a instituição emissora está livre de um possível calote, este risco passa a ser do investidor que optou por comprar o ativo.

Adicionalmente, é possível notar que as securitizações também aumentaram as relações entre o mercado de créditos e de capitais. Desta forma, conforme Hermann (2008, p. 32):

Além de dificultar ações preventivas e de socorro de liquidez em tempo hábil, a rapidez com que hoje os mercados são capazes de reagir a sinais de alerta torna ainda mais provável a conversão de uma crise inicialmente setorial – do crédito imobiliário – em uma crise sistêmica – de todo o mercado financeiro – com extensos efeitos macroeconômicos. Além disso, a maior abertura financeira alargou a abrangência geográfica do endividamento, bem como das operações de securitização, tornando também mais provável a conversão de uma crise nacional em crise internacional.

Por fim, conforme pontuado por Lima (1997), é possível compreender o seguinte:

A securitização do crédito, intensificada desde o início da década de oitenta, foi considerada por muitos autores não apenas uma importante tendência nos mercados financeiros domésticos e internacionais mas, também, uma resposta extremamente oportuna a muitas das

dificuldades inerentes ao processo de financiamento. As principais vantagens seriam:

- redução expressiva para os intermediários financeiros dos riscos de crédito e de taxa de juros;
- menor necessidade de aumentar capital próprio em caso de ampliação das operações ativas por parte dos agentes financeiros;
- possibilidade de não fazer constar no balanço das instituições financeiras operações com *securities*;
- fonte de recursos mais barata do que empréstimos tradicionais para os tomadores;
- possibilidade de expandir e alavancar a estrutura financeira das empresas não-financeiras;
- rentabilidade mais alta para investidores do que aplicações tradicionais;
- intensificação e aumento das aplicações financeiras;

Se o processo de securitização trouxe essa série de vantagens mencionadas acima, podendo, portanto, atender a diversos objetivos dos intermediários financeiros, tomadores e investidores, trouxe também a possibilidade de um aumento no endividamento, de uma redução significativa nos prazos de maturidade dos títulos facilitando uma maior especulação, de uma expressiva pulverização dos aplicadores e do desenvolvimento de mecanismos capazes de propagar uma maior instabilidade por todo sistema financeiro.

Adicionalmente, conforme explicado por Minsky (1987), a securitização teve como reflexo dois desenvolvimentos complementares. O primeiro faz referência à globalização financeira, porque o processo de securitização fez com que houvesse a criação de ativos livres de fronteiras nacionais. Isto devido à grande liquidez no mercado internacional e a busca por retornos financeiros. Já o segundo faz referência ao declínio da importância dos bancos em favor dos mercados financeiros. É possível notar isto, por exemplo, ao se analisar o declínio da participação dos bancos em ativos financeiros. Em 1950 era de 50%, passando para 20% nos anos 1990. E esta diminuição na participação foi encorajada pelo experimento monetarista – dizimou a porção regulada do setor e favoreceu os mercados relativamente desregulados. Mas, além disso, também foi pela erosão contínua da parte da esfera financeira que era alocada aos bancos por leis, regulações e tradições.

1.5 Globalização Financeira

Durante a década de 1990, intensifica-se a globalização da atividade bancária. Neste momento, diversos bancos passam a lançar-se para fora de seus países em busca dos centros financeiros internacionais através da chamada atividade bancária *offshore*.

As atividades bancárias *offshore* tiveram um rápido crescimento sustentado pelo crescimento do comércio internacional e pela crescente atividade multinacional de empresas.

As empresas norte-americanas envolvidas no comércio internacional, por exemplo, necessitam de serviços financeiros internacionais, e os bancos norte-americanos têm expandido naturalmente seus negócios internos com essas firmas em áreas estrangeiras. Ao oferecer compensação rápida para os pagamentos e a flexibilidade e confiança estabelecidas em negociações anteriores, os bancos dos Estados Unidos competem com os bancos estrangeiros que também poderiam servir aos clientes norte-americanos. (KRUGMAN & OBSRFELD, 2001, p. 667).

Além disso, este período também se caracterizou pela desregulamentação nos mercados de ações dos países centrais e pela incorporação das praças financeiras dos países emergentes no crescente processo de globalização.

Diante destes cenários, é possível notar que a globalização que estava se desenvolvendo e se intensificando, reflete um processo de alterações que se iniciam nas grandes potências, mudanças essas que possuem origens complexas, envolvendo diversas dimensões econômicas e não-econômicas. A globalização é uma consequência de mudanças políticas, sociais e econômicas que passam a existir devido às decisões tomadas por governos, banco centrais, bancos mundiais, grandes empresas e centros financeiros.

Conforme definido por Corazza em seu trabalho “Globalização Financeira – a utopia do mercado e a reinvenção da política” (p. 1):

O processo de globalização financeira é movido por três fatores interligados: o acúmulo de um volume crescente de riqueza monetária e financeira, na forma de ativos com diferentes graus de liquidez e denominadas em diferentes moedas; a mobilidade crescente desses ativos, propiciada pelo desenvolvimento extraordinário da informática e das telecomunicações, de tal forma que seu movimento foge aos controles dos bancos centrais; e finalmente, pelo regime de taxas de câmbio flutuantes, que engendram oportunidades extraordinárias de ganhos especulativos.

Além disso, alguns autores entendem a globalização como uma forma encontrada pelo grande capital de ampliar os espaços transnacionais e de diminuir os espaços de soberania dos Estados Nacionais de determinados países. Conforme John Kenneth Galbraith:

Globalização é um termo que nós, americanos, inventamos para dissimular nossa política de avanço econômico em outros países e para tornar respeitáveis os movimentos especulativos do capital.

Dessa forma, conseguimos compreender que a globalização financeira, o surgimento e maior utilização de operações de derivativos e de securitizações e uma maior desregulamentação dos mercados são processos que ocorrem de forma interligada e tem por objetivo desconcentrar os riscos e buscar mais retornos. Porém, em contrapartida, também surge uma maior possibilidade de especulação e de um possível risco sistêmico maior.

2 DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA, INFLUÊNCIA DO MERCADO NO CENÁRIO POLÍTICO E O DESENVOLVIMENTO DA CRISE DE 2008

2.1 Desregulamentação do Sistema Financeiro dos Estados Unidos nos Anos 1980 a 2000

A economia mundial passou por diversos momentos e ajustes ao longo do século XX. Dentre estas mudanças, é necessário destacar o crescimento e o ganho de complexidade no sistema financeiro global.

A eleição do republicano Ronald Reagan à presidência dos Estados Unidos em 1981 foi um marco importante para a crescente desregulamentação financeira que foi observada até o desenvolvimento da crise do *subprime* nos Estados Unidos.

Ao longo de seus dois mandatos, Ronald Reagan atuou e aprovou decisões alinhadas com o discurso neoliberal e conservador. Ele era bastante crítico à presença do Estado e apoiava a livre iniciativa. Durante o desenvolvimento de seus mandatos, Reagan iniciou o desmonte das bases da política econômica e da regulamentação financeira que haviam sido estabelecidas a partir do governo de Franklin Roosevelt após a crise de 1929 (CARVALHO et al, 2022, p. 2-3). Dentre as medidas tomadas, é possível destacar o *Deregulation and Monetary Control Act* de 1980 e o *Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982*. Ambas as medidas foram responsáveis por desregulamentar as associações de poupança e de empréstimo, permitindo que os bancos fornecessem empréstimos hipotecários de taxa ajustável (GARCIA, 2013). Conforme Krugman (2009):

O efeito imediato da Lei Garn-St.Germain, como disse, foi transformar o problema das instituições de poupança numa catástrofe. Essa crise foi apagada da biografia de Reagan, mas o fato é que a desregulamentação de fato deu ao setor - cujos depósitos eram garantidos pelo governo federal -, no melhor dos casos, uma licença para apostar com o dinheiro dos contribuintes, ou saqueá-lo, no pior.

Além disso, é possível destacar também as seguintes alterações: redução gradual da alíquota de recolhimento compulsório sobre depósitos, ampliação das opções de instrumentos de captação e aplicação permitidos às instituições financeiras e expansão dos empréstimos de liquidez junto ao Federal Reserve para todas as instituições depositárias (URPIA, 2015, p. 123).

Em seu discurso inicial, ao assumir a presidência dos Estados Unidos, Reagan afirmou que o governo não era a solução para os problemas, mas sim que era o problema, reforçando desde o início de seu mandato a sua posição frente ao papel do Estado e deixando claro que o mercado deveria ter uma maior autonomia. Conforme Krugman (2009):

As mudanças legislativas da era Reagan eliminaram as restrições do New Deal aos empréstimos hipotecários, que, em especial, impediam as famílias de comprar uma casa sem dar uma boa entrada. Essas restrições foram estabelecidas nos anos 30 por líderes políticos que acabaram de vivenciar uma terrível crise e queriam evitar outra. Mas, em 1980, a lembrança da Grande Depressão foi diluindo. O governo - declarou Reagan - é o problema, e não a solução; a magia do mercado tem de ser libertada. E assim todas as normas preventivas foram eliminadas. E isso, juntamente com padrões de empréstimos mais indulgentes a outros tipos de crédito ao consumidor, provocou uma mudança radical no comportamento americano.

Então, com a crescente desregulamentação e liberalização da economia, houve uma maior possibilidade de integração dos mercados e também aumentou a exposição dos bancos em relação à concorrência dos grandes conglomerados financeiros internacionais. Dessa forma, frente a este cenário, os bancos comerciais também passaram a pressionar por mais desregulamentação financeira. E, cada vez mais, se envolveram em serviços que não são tradicionalmente bancários, como, por exemplo, contratos de opções e futuros e com operações que não fazem parte do balanço (MATTOS, 2010).

Além disso, frente ao novo regime de política monetária que foi estabelecido por Paul Volcker, presidente do *Federal Reserve*, no final do mandato de Jimmy Carter (antecessor ao Ronald Reagan), nenhuma instituição financeira poderia se dar ao luxo de manter entre seus ativos hipotecas de longo prazo que rendessem baixas taxas de juros fixas. Dessa forma, foi “permitido” pelos reguladores e supervisores que bancos e caixas econômicas pudessem buscar atividades de maior retorno e risco. No longo prazo, se pensou que o “mercado” de hipotecas deveria mudar, com bancos e caixas econômicas fazendo a retirada dos ativos de seus balanços contábeis utilizando-se da securitização (WRAY, 2009).

Neste momento, também foi exigido dos bancos maior disponibilidade de reservas, algo que causou novos incentivos às inovações financeiras visando driblar as regulamentações. Conforme pontuado por Córrea (1996):

Paralelamente ao processo liberalizante, aumenta o rigor das autoridades supervisoras quanto ao exame dos requerimentos de capital, processo que incentiva as inovações, posto que a pressão por coeficientes de capital mais elevado incentiva os bancos a realizar operações não registradas em balanço (*off-the-balance-sheet*), tais como: securitizações, *swaps*, operações em mercado futuro e de opções.

Dessa forma, as securitizações, por exemplo, foram uma solução encontrada para a contração do crédito que estava acontecendo. Então, é possível entender a securitização como uma concorrência sobre o mercado de crédito. Enquanto um cria ativos mais líquidos, o outro é bastante ilíquido. Então, também se entende que há uma transformação de ativos não negociáveis (crédito) em títulos negociados em mercados organizados. Além disso, conforme já mencionado, a securitização transfere o risco para o investidor que está comprando o título.

Adicionalmente, conforme Éric Tymoigne (2009):

[...] when Reagan's "the government is the problem" was the slogan of the day, and better government regulation and supervision meant less government regulation and supervision. As a result, tremendous internal pressures were put on field examiners to be lenient, the term "regulator" took a pejorative connotation, and people like Edwin Gray became the subject of hatred, threats, and public mockery (Black 2005; Gray in Nash 1987). [...] In addition, financial institutions have become so big and intertwined, and financial innovations have become so complex, that it has become extremely difficult to regulate and supervise them properly, which has led to an increase in systemic risk.

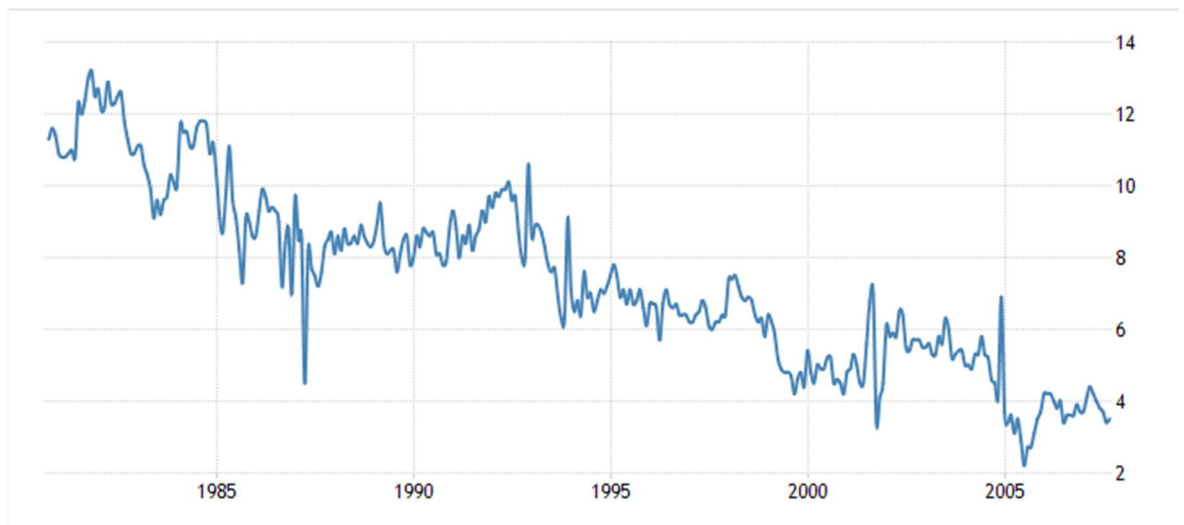
Outro fator de extrema importância durante o governo de Reagan foi a adesão ao Acordo de Basileia I que ocorreu em 1988. A partir deste momento, por exemplo, o capital requerido passou a ser medido pelo risco dos ativos. Os reguladores americanos começaram a utilizar duas possíveis formas para calcular o capital mínimo e se utilizavam do que apresentava o maior nível de capital em termos absolutos. Porém, os bancos que operavam mais alavancados observavam prejuízos e, como uma forma de driblar possíveis penalidades, esses bancos removiam ativos e passivos de seus balanços.

O processo de desregulamentação financeira avançou com os EUA aderindo ao Acordo de Basileia I em 1988. Os EUA, desde a década de 1970, já operava sob regras de capital mínimo. Desta forma, a mudança que ocorreu com a adesão do Acordo de Basileia se deu pelo fato do requerimento de capital também passar a ser ponderado pelo risco dos ativos. Do ponto de vista operacional, após a adesão ao Acordo de Basileia, os reguladores federais americanos passaram a calcular o capital mínimo pelos dois critérios (o incidente sobre o ativo total sem ponderação e o da regra de Basileia – 8% sobre o ativo ajustado ao risco) e adotavam o que apresentava o maior nível de capital, em termos absolutos. Isto gerava prejuízos para os bancos que operavam mais

alavancados e com ativos de alto risco. Como uma forma de se livrar dessa penalidade, tal como já discutido, os bancos passaram a mover ativos e passivos para fora de seus balanços – o que criou a arbitragem regulatória e contribuiu também para a formação do sistema bancário paralelo (à sombra) nos EUA. (URPIA, 2015, p. 126).

Por fim, após a desregulamentação sancionada por Reagan, a poupança desapareceu do modo de vida dos americanos, conforme pontuado por Krugman (2009), resultando em uma taxa de quase zero que prevalecia na véspera da crise de 2008.

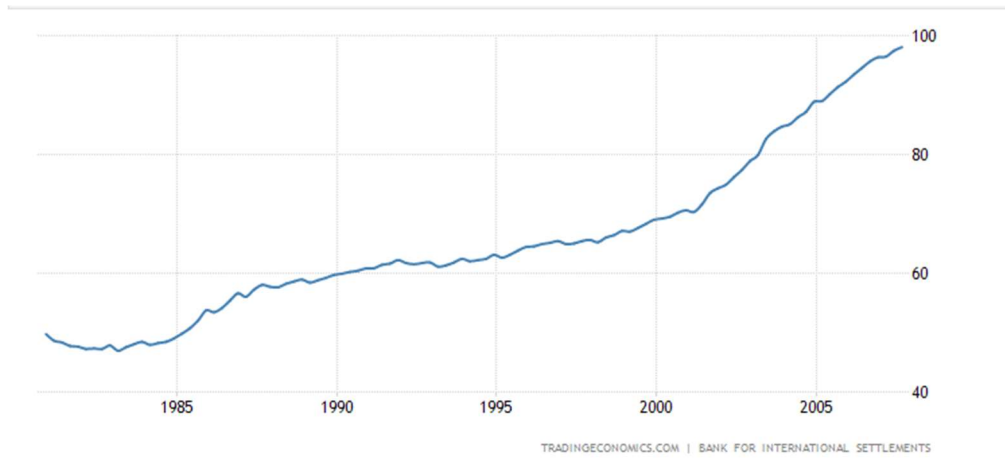
Gráfico 2: A Evolução em Percentual da Poupança das Famílias nos Estados Unidos de 1980-2007



Fonte: Trading Economics, U.S. Bureau of Economic Analysis, 24 de outubro de 2022.

Além disso, Krugman (2009) também pontua sobre a dívida familiar nos Estados Unidos, que era de apenas 60% da renda quando Reagan tornou-se presidente. Em comparação, em 2007, chegava em 119%. O gráfico abaixo ilustra o ponto levantado por Krugman ao medir a evolução das dívidas das famílias em porcentagem do PIB.

Gráfico 3: A Evolução da Dívida das Família em Porcentagem do PIB nos Estados Unidos de 1980-2007



Fonte: Trading Economics, U.S. Bureau of Economic Analysis, 24 de outubro de 2022.

Seguindo a mesma linha do governo de Ronald Reagan e atuando para uma maior desregulamentação financeira, tivemos os mandatos do presidente Bill Clinton, democrata que teve o início de seu cargo no ano de 1993 e o término no final de 2000.

Durante os anos que atuou como presidente, Clinton foi responsável por permitir dois importantes atos para a desregulamentação financeira, sendo eles: o *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994* e o *Gramm-Leach-Bliley Act* em 1999.

O *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994* foi responsável por permitir que *holdings* bancárias pudessem adquirir bancos em outros estados, independente das leis vigentes nesses estados, conforme explicado por Helga Niesz (*Principal Analyst* do *Office Of Legislative Research* da *The Connecticut General Assembly*): *The Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994 (PL 103-328) lets bank holding companies acquire banks in any state, regardless of state law, starting September 29, 1995. It does not let states opt out of this part.*

Além disso, também permitiu que bancos de outros estados pudessem se fundir e consolidar os bancos afiliados em um único banco com agências interestaduais, conforme detalhado por Helga Niesz (*Principal Analyst* do *Office Of Legislative Research* da *The Connecticut General Assembly*):

Starting June 1, 1997, the federal law also lets banks merge with other banks across state lines and consolidate the affiliated banks into a single bank with interstate branches. It lets states opt in early by passing a bill to permit such moves before then, or to opt out before June 1, 1997.

Adicionalmente, a lei também exige que as agências estabeleçam regras para que as filiais interestaduais atuem de acordo com as demandas de crédito da comunidade em que está operando, conforme Helga Niesz (*Principal Analyst do Office Of Legislative Research da The Connecticut General Assembly*):

The law contains provisions intended to prevent the new federal interstate branching authority from resulting in an outflow of deposits from a community without regard to its credit needs. It requires federal agencies to issue regulations effective June 1, 1997 prohibiting interstate branches from being used "as deposit production offices" that only take deposits and do not make loans in a community. The agencies must establish guidelines to ensure that each interstate branch is reasonably helping to meet the credit needs of the community where it operates. The law allows federal regulators to close interstate branches that are not adequately meeting a community's credit needs.

Dessa forma, conforme Cintra (1997), essa lei possibilitou a criação de um mercado ativo de controle corporativo bancário e também ampliou os mercados potenciais para depósitos, empréstimos e outros serviços financeiros, contribuindo para a expansão da concorrência entre os bancos já existentes.

Adicionalmente, dois anos depois, em 1996, houve uma importante tomada de decisão pelo Fed: foi permitido que os bancos usassem Credit Default Swaps (CDS) para reduzir a necessidade de reservas de capital (PANICO et al, 2013).

Então, em 1999, o *Gramm-Leach-Bliley Act* foi responsável pelo fim do *Glass-Steagal Act*, lei que foi concebida após a crise de 1929 e aprovada pelo presidente Franklin Roosevelt em 1933.

A *Glass-Steagal Act* foi responsável por separar *Commercial Banking* de *Investment Banking* e por criar o *Federal Deposit Insurance Corporation*, instituição designada a garantir os depósitos bancários através de um fundo formado por dinheiro recolhido de cada banco. (Julia Maues, 2013). O objetivo da lei era proporcionar uma utilização mais segura e eficaz dos ativos dos bancos. Adicionalmente, também propunha regular o controle interbancário e buscava prevenir o desvio indevido de fundos para operações especulativas.

In the wake of the 1929 stock market crash and the subsequent Great Depression, Congress was concerned that commercial banking operations and the payments system were incurring losses from volatile equity markets. An important motivation for the act was the desire to restrict the use of bank credit for speculation and to direct bank credit into what Glass and others thought to be more productive uses, such as industry, commerce, and agriculture.

In response to these concerns, the main provisions of the Banking Act of 1933 effectively separated commercial banking from investment banking. Senator Glass was the driving force behind this provision. Basically, commercial banks, which took in deposits and made loans, were no longer allowed to underwrite or deal in securities, while investment banks, which underwrote and dealt in securities, were no longer allowed to have close connections to commercial banks, such as overlapping directorships or common ownership. Following the passage of the act, institutions were given a year to decide whether they would specialize in commercial or investment banking. Only 10 percent of commercial banks' total income could stem from securities; however, an exception allowed commercial banks to underwrite government-issued bonds. The separation of commercial and investment banking was not controversial in 1933. There was a broad belief that separation would lead to a healthier financial system. (MAUES, 2013).

Dessa forma, é possível compreender que o *Glass-Steagal Act* restringia a possibilidade do uso em nome próprio, pelas instituições financeiras, dos recursos captados junto ao público. Ou seja, possuía como objetivo evitar que as instituições financeiras aplicassem estes recursos em operações especulativas, mantendo um sistema financeiro mais saudável.

Então, o *Glass-Steagal Act* foi revogado em 1999 e o *Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA)* foi aprovado por Clinton. Esta nova lei deu permissão para que fosse possível a fusão entre bancos, corretoras e seguradoras. Adicionalmente, também foi aprovado o funcionamento de *holdings* financeiras que podem aceitar depósitos à vista e emitir títulos (ISENBERG, 2006). O Congresso promulgou o GLBA também por entender que havia uma necessidade de aumentar a competitividade na indústria de serviços financeiros (CUARESMA, 2002).

Conforme descrito por Arthur Uripa (2015, p. 129), é importante mencionar que:

Em 1999, houve um aprofundamento do processo de desregulamentação financeira com a Lei de Modernização Financeira (a *Gramm-Leach-Bliley Act*, GLBA), que revogou a essência do *Banking Acts* e parte da Lei das *Holdings* Bancárias. É importante salientar que já em 1998 o Citicorp, que era uma grande *Holding* Bancária, havia anunciado uma fusão com a Travelers Insurance, formando o Citigroup. Esta fusão foi aprovada pelo Federal Reserve e o Citigroup formou um megaconglomerado na área de serviços financeiros que incluía operações bancárias, de crédito, banco de investimento, corretora de valores mobiliários, atividades de seguros e etc. Está fusão não era permitida pela regulamentação que estava em vigor, o que significa que ela foi feita em antecipação da Lei que estava sendo discutida no Congresso e que a aprovação da GLBA serviu para legitimar esse plano de fusão.

Além disso, também houve outras fusões em 1998 que contribuíram para o processo de concentração financeira nos Estados Unidos da América. E, essa concentração gerou uma elevação no risco sistêmico:

Dentre outras, neste período houve a fusão do Nations Bank com o Bank America, que criou o segundo maior grupo financeiro do país; a fusão do Banc One com o First Chicago; a aquisição da Green Tree Financial pela Conseco, que era um grupo de seguros. Segundo Cintra e Freitas (2000), este processo de fusões e aquisições faz parte de um movimento de reestruturação do sistema financeiro americano, que se iniciou na primeira metade da década de 1980, que consolidou a formação dos ‘supermercados de serviços financeiros’ (full-service banking). Ainda segundo estes autores, a concentração do capital no setor financeiro com a formação dos megaconglomerados contribuiu para elevar o risco sistêmico – por potencializar o grau de exposição ao risco e por acelerar a propagação dos distúrbios – e estimulou o risco moral, por ter criado instituições que se consideram ‘grandes demais para falir’, de tal forma que assumem mais riscos. Além disso, a formação dos megaconglomerados prejudicou a capacidade de controle e de fiscalização das autoridades de supervisão financeira, que, em geral, são especializadas. (URPIA, 2015, p. 129).

É possível compreender também que além de uma ampliação do risco sistêmico, houve uma elevação do grau de fragilidade financeira das companhias financeiras. Isto aconteceu, porque a GLBA legalizou a crescente diversificação das atividades financeiras realizadas pelas companhias financeiras e muitas delas não estavam familiarizadas com essas atividades (TYMOIGNE, 2009).

E, para concluir as leis de desregulamentação financeira que foram aprovadas por Bill Clinton, é possível mencionar também a criação da *Commodity Futures Modernization Act of 2000*. Esta lei visava definir a responsabilidade regulatória da SEC (*Security Exchange Commission*) e da CFTC (*Commodity Futures Trading Commission*), porém resultou na remoção de regulação de algumas operações de swap de ambas as comissões (TYMOIGNE, 2009, p. 4-5).

Já em relação a CFTC, foi retirada sua responsabilidade regulatória sobre as commodities não agrícolas envolvidas nas operações de swap das instituições financeiras. Dessa forma, os Credit Default Swaps (CDS) e os Equity Default Swaps (EDS) passaram a não ser regulados por essa comissão. Então, esse tipo de produto financeiro acabou ficando completamente sem regulação por agências federais.

Por fim, é possível mencionar a finalização do processo de desregulamentação financeira durante a presidência de George W. Bush que durou de 2001 a 2008. Em 2004 houve a

criação, pela SEC, do *Consolidated Supervised Entities Program*. O objetivo era gerar uma regulação voluntária e permitia que as cinco maiores *holdings* de *investment bank*, conhecidas como *Big Five* – Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch e Morgan Stanley – pudessem aumentar sua alavancagem com menos capital em reserva.

Porém, conforme apontado pelo *Chairman* da SEC em 2008, Christopher Cox, a regulação voluntária não funciona, porque os bancos podem optar por querer ou não supervisão. Além disso, também não havia uma autoridade legal designada para agir como regulador destes bancos:

The last six months have made it abundantly clear that voluntary regulation does not work. When Congress passed the Gramm-Leach-Bliley Act, it created a significant regulatory gap by failing to give to the SEC or any agency the authority to regulate large investment bank holding companies, like Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers, and Bear Stearns.

Because of the lack of explicit statutory authority for the Commission to require these investment bank holding companies to report their capital, maintain liquidity, or submit to leverage requirements, the Commission in 2004 created a voluntary program, the Consolidated Supervised Entities program, in an effort to fill this regulatory gap.

As I have reported to the Congress multiple times in recent months, the CSE program was fundamentally flawed from the beginning, because investment banks could opt in or out of supervision voluntarily. The fact that investment bank holding companies could withdraw from this voluntary supervision at their discretion diminished the perceived mandate of the CSE program, and weakened its effectiveness.

The Inspector General of the SEC today released a report on the CSE program's supervision of Bear Stearns, and that report validates and echoes the concerns I have expressed to Congress. The report's major findings are ultimately derivative of the lack of specific legal authority for the SEC or any other agency to act as the regulator of these large investment bank holding companies.

Sendo assim, ao se analisar o período a partir do início do mandato de Ronald Reagan à presidência até o final do mandato do presidente George W. Bush, é possível notar uma crescente desregulamentação nas leis financeiras dos Estados Unidos da América e o abandono das leis criadas durante o mandato de Franklin Roosevelt após a crise de 1929 que visavam uma maior regulamentação. No período analisado, vimos que existiu um forte movimento a favor da desregulamentação financeira e, conseqüentemente, vimos

aumentar a concentração do setor financeiro, algo que acabou ampliando o risco sistêmico.

2.2 Influência do Setor Financeiro nas Decisões Políticas

É possível notar que a partir dos anos de 1980 houve crescente desregulamentação financeira na economia dos Estados Unidos da América. Essa desregulamentação foi acompanhada de forte influência do setor financeiro nas decisões políticas, isto é, na criação ou não de novas leis e regulamentações.

O caso que ganhou maior destaque em relação à influência do setor financeiro na criação ou não de novas leis foi a situação em que envolveu a presidente da *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), Brooksley Born. Seu mandato durou de 1996 a 1999.

Born é uma advogada com anos de experiência em derivativos e, durante o período em que foi presidente da CFTC, buscou sempre defender a regulamentação federal para derivativos de balcão (*over the counter* – OTC), um mercado que estava com um crescimento acelerado, mas não possuía uma forte regulamentação. Porém, frente às discussões com outros participantes do mercado e à oposição, não conseguiu implementar uma regulamentação mais eficaz para os derivativos. Conforme Maryann Haggerty (2022):

During Born's term as chair of the CFTC, she was engaged in a contentious debate about the fast-growing and lightly regulated OTC derivatives market. She recalled, "We were asking questions about central clearing, use of transaction execution facilities, exchange-like or online, requirements for OTC derivatives dealers like record keeping, reporting, sales practice requirements, capital requirements, disclosure requirements, and internal controls." Those ideas were contained in what was called a "concept release" that discussed possible regulations. "When we published the concept release in May 1998, there was a firestorm of opposition." The industry actively opposed regulation.

Adicionalmente, Born afirma que havia uma forte oposição dos grandes *dealers* de OTC à regulamentação e que eles tinham grande força política. Por exemplo, contavam com o apoio do presidente do *Federal Reserve*, Alan Greenspan. Estes grandes *dealers* (que eram grandes instituições financeiras) eram opositores de uma regulamentação mais eficaz, porque o ambiente que existia no mercado financeiro para esse tipo de produto não era simples, não era transparente, mas era uma das formas que esses *dealers* faziam dinheiro – era algo vantajoso para eles haver essa falha na transparência e não haver uma regulamentação mais eficaz e rígida.

E esses opositores possuíam grande força política. Além de terem o apoio do presidente do Federal Reserve, também havia um forte lobby com pessoas do Congresso e pessoas de órgãos reguladores. Conforme trecho abaixo de uma entrevista concedida via *Zoom* ao *Yale Program on Financial Stability*, 2021:

The political power of the financial services industry has led to a significant degree of regulatory capture among federal financial regulators and undue deference to the industry by members of Congress.

... There was fierce opposition from all of the big over-the-counter derivatives dealers, which were our largest financial institutions. This unregulated, nontransparent market was, as we discovered later, one of their largest profit centers. They were making a tremendous amount of money, partly because the market was not transparent and was not competitive. There was often little clear pricing information available to their counterparties. The dealers wanted to preserve this lack of transparency.

There had been 20 or 30 years of deregulatory pressures, largely stimulated by the financial services industry, but also championed by people like Federal Reserve Board Chair Alan Greenspan. The financial services industry at this point had great political power. They were among the very largest campaign contribution donors. They had large forces lobbying before both Congress and the executive branch financial regulators. And they exerted a tremendous amount of power.

Em maio de 1998, a comissão (CFTC) publicou um “*concept release*” solicitando comentários públicos em relação ao mercado de derivativos de balcão (OTC). A publicação tinha como objetivo compreender se a abordagem regulatória era apropriada ou se deveria haver alguma alteração. Conforme Born declarou (“*Concept Release*”, 7 de maio de 1998):

The substantial changes in the OTC derivatives market over the past few years require the Commission to review its regulations. The Commission is not entering into this process with preconceived results in mind. We are reaching out to learn the views of the public, the industry and our fellow regulators on the appropriate regulatory approach to today's OTC derivatives marketplace.

Como resposta, algumas horas depois, foi publicada uma declaração em conjunto do Robert Rubin (secretário do tesouro; anteriormente ao cargo, havia trabalhado 26 anos no Goldman Sachs), Alan Greenspan (presidente do *Federal Reserve*) e Arthur Levitt (presidente da SEC). Eles afirmavam que eles tinham preocupações em relação à publicação feita pela CFTC e também questionaram o escopo da comissão frente ao mercado de OTC (publicação feita no *U.S. Department of the Treasury – Press Release*):

On May 7, the Commodity Futures Trading Commission (CFTC) issued a concept release on over-the-counter derivatives. We have grave concerns about this action and its possible consequences. The OTC derivatives market is a large and important global market. We seriously question the scope of the CFTC's jurisdiction in this area, and we are very concerned about reports that the CFTC's action may increase the legal uncertainty concerning certain types of OTC derivatives.

The concept release raises important public policy issues that should be dealt with by the entire regulatory community working with Congress, and we are prepared to pursue, as appropriate, legislation that would provide greater certainty concerning the legal status of OTC derivatives.

Adicionalmente, em 24 de julho de 1998, Alan Greenspan apresentou seu testemunho frente ao Comitê de *Banking and Financial Services*. Como conclusão, Alan afirma que regulação para derivativos negociados de forma privada (derivativos de balcão) é desnecessária (*Federal Reserve Board, 1998*):

In conclusion, the Board continues to believe that, aside from safety and soundness regulation of derivatives dealers under the banking or securities laws, regulation of derivatives transactions that are privately negotiated by professionals is unnecessary.

Então, em 30 de julho de 1998, houve uma audiência do Comitê de Agricultura, Nutrição e Silvicultura. Born iniciou seu testemunho afirmando que a proposta feita pelo Tesouro iria fazer com que a CFTC não pudesse agir no mercado ou em situações de emergência em relação ao mercado de OTC. Além disso, também afirmou que interesses públicos poderiam ser prejudicados por essa proposta, porque a tarefa de avaliar e trazer alterações para as políticas para os derivativos OTC seria delegada para o grupo de trabalho de mercado financeiro do presidente – grupo que não possuía *budget*, não tinha funcionários o suficiente e não possuía expertise na regulamentação do mercado de derivativos. Além disso, também tinha receio que esse grupo de trabalho legalizasse retroativamente contratos de OTC que haviam sido proibidos por lei no passado:

The Treasury proposal would prevent the Commission from taking action in market or other emergencies arising in that portion of the OTC derivatives market within its statutory authority, would forbid the Commission from enforcing its existing laws and regulations relating to certain transactions in that market, and would bar the Commission from addressing new developments in that market. It would also impair the Commission's exercise of its statutory duties by assigning to the President's Working Group on Financial Markets ("President's Working Group") -- an ad hoc coordinating body with no budget, no staff and little expertise in derivatives market regulation -- the task of evaluating and recommending changes to the Commission's policies on OTC derivatives. It would also retroactively legalize certain OTC futures contracts that have been forbidden by law since 1982. These

profound changes in the law, having significant impact on long-standing regulation of the OTC derivatives market, should be thoroughly examined. Important public interests would be harmed by their adoption.

Além disso, durante seu testemunho, Born afirmou que a CFTC buscava uma reforma regulatória abrangente que buscava atualizar e modernizar as regulamentações e eliminar pesos regulatórios. Adicionalmente, Born enfatizou que, apesar de derivativos OTC terem um papel importante em certos objetivos econômicos, estes produtos também possuem grandes riscos se forem usados da maneira incorreta ou se não forem completamente entendidos e estudados. Em sua declaração, Born mencionou perdas que foram causadas por conta de derivativos OTC.

[...] While OTC derivatives serve important economic functions, these products, like all complex financial instruments, can present significant risks if misused or misunderstood. The 1997 GAO Report, entitled OTC Derivatives: Additional Oversight Could Reduce Costly Sales Practice Disputes, chronicles 360 end-user losses, of which 58% reportedly involved sales practice concerns.

Major OTC derivatives losses relating to the recent instability in Asian financial markets are currently being reported, and more may be anticipated. According to a recent press report, J.P. Morgan "last year declared it had \$659 million in nonperforming assets, 90% of which were defaults from Asian derivative counterparties."

The same article states that Chase Manhattan "saw its 'nonperforming' assets in Asia triple in the first three months of 1998, to \$243 million, due in part to derivatives."

Concerns have also been raised regarding the potential effect of derivatives losses on the investing public and on the financial system as a whole. As Alan Greenspan, the Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System, stated on May 7, 1998: the major expansion of the over-the-counter derivatives market has occurred in [a] period of unparalleled prosperity. . . [in] which losses generally, in the financial system, have been remarkably small . . . And as a consequence of that, I don't think that one will fully understand or know how vulnerable that whole structure is until we have it really tested. And eventually that's going to happen.

Chairman Greenspan testified just last week before the U.S. House of Representatives Committee on Banking and Financial Services, "I have no doubt derivatives losses will mushroom at the next significant [economic] downturn as will losses on holdings of other risk assets, both on and off exchange."

Por fim, Born também afirmou que perdas resultantes do mau uso dos derivativos de balcão poderiam afetar a vida de muitos americanos e suas poupanças:

Losses resulting from misuse of OTC derivatives instruments or from sales practice abuses in the OTC derivatives market can affect many

Americans and their savings -- many of us have interests in the corporations, mutual funds, pension funds, insurance companies, municipalities and other entities trading in these instruments. Obviously, regulation cannot and should not seek to eliminate market losses, but under the circumstances it is appropriate to request information regarding industry practices to assess whether they merit a regulatory response.

Então, como resposta, Arthur Levitt testemunhou também na mesma audiência e reforçou a mensagem de que tem grandes preocupações em relação às ações da CFTC. Ele afirma que se preocupa com o risco de que a publicação da comissão cause uma incerteza sobre o produto e que cause uma desestabilização no que se tornou um mercado significativo. Além disso, também diz que preocupações acerca da imposição de novos custos regulatórios podem causar abafar inovações e fazer com que as transações passem a ser feitas *offshore*:

I joined the other members of the President's Working Group -- Treasury Secretary Rubin and Chairman Greenspan of the Federal Reserve Board -- in objecting to the issuance of the CFTC's concept release, citing grave concerns about the possible consequences of the CFTC's action. In particular, these concerns focus on the risk that the CFTC's action may increase the legal uncertainty concerning swaps and other OTC derivative instruments and, thus, destabilize what has become a significant global financial market. Uncertainty created by the CFTC's concept release and concerns about the imposition of new regulatory costs also may stifle innovation and push transactions offshore.

Alinhado com Arthur Levitt, Alan Greenspan também se pronunciou, afirmando que as leis existentes eram suficientes, conforme publicado pelo *The Washington Post* (29/10/2008):

Greenspan shot back that CFTC regulation was superfluous; existing laws were enough. "Regulation of derivatives transactions that are privately negotiated by professionals is unnecessary," he said. "Regulation that serves no useful purpose hinders the efficiency of markets to enlarge standards of living."

Então, em setembro do mesmo ano, o *hedge fund Long Term Capital Management* informou ao *Federal Reserve* de que não conseguiria cobrir uma perda de quatro bilhões de dólares, ameaçando as fortunas de todos, desde magnatas até fundos de pensão. Esta perda foi causada por sua posição em derivativos. Dessa forma, dois dias depois, Born informou o *House Banking Committee* de que esse episódio deveria servir como um exemplo sobre os riscos em relação aos derivativos de balcão. Porém, nada mudou, conforme *The Washington Post* (29/10/2008):

Then, in September a crisis arose that gave credence to Born's concerns.

Long Term Capital Management, a huge hedge fund heavily weighted in derivatives, told the Fed that it could not cover \$4 billion in losses, threatening the fortunes of everyone from tycoons to pension funds. After Russia, swept up in the Asian economic crisis, had defaulted on its debt, Long Term Capital was besieged with calls to put up more cash as collateral for its investments. Based on the derivative side of its books, Long Term Capital had an astoundingly high debt-to-capital ratio. "The off-balance sheet leverage was 100 to 1 or 200 to 1 -- I don't know how to calculate it," Peter Fisher, a senior Fed official, told Greenspan and other Fed governors at a Sept. 29, 1998, meeting, according to the transcript.

Two days later, Born warned the House Banking committee: "This episode should serve as a wake-up call about the unknown risks that the over-the-counter derivatives market may pose to the U.S. economy and to financial stability around the world." She spoke of an "immediate and pressing need to address whether there are unacceptable regulatory gaps."

The near collapse of Long Term Capital Management didn't change anything. Although some lawmakers expressed new fervor for addressing the risks of derivatives, Congress went ahead with the law that placed a six-month moratorium on any CFTC action regarding the swaps market.

Em novembro do ano seguinte, 1999, Greenspan, Rubin, Levitt e William Rainer, substituto de Born, publicaram um relatório sobre derivativos. Neste relatório, eles recomendavam que não houvesse regulamentação do CFTC. Conforme publicado pelo *The Washington Post* (29/10/2008), eles afirmaram que uma regulamentação do CFTC perpetuaria incertezas legais ou traria pesos regulatórios para o desenvolvimento desse mercado nos EUA:

"would otherwise perpetuate legal uncertainty or impose unnecessary regulatory burdens and constraints upon the development of these markets in the United States."

Por fim, no ano seguinte, houve a criação da *Commodity Futures Modernization Act of 2000*. O resultado desta lei, conforme explicado por Born, é a permissão para uma indústria perigosa crescer sem verificações, ameaçando a estabilidade de todo um sistema. Conforme entrevista para o *Yale Program on Financial Stability* (2021), Born pontua que informações adequadas sobre o mercado de derivativos OTC teria feito grande diferença em relação a crise que se desenvolveu. Adicionalmente, também menciona o fato de que se fosse regulamentado da maneira correta, seria um mercado transparente e os reguladores federais saberiam o tamanho das posições dos participantes do mercado,

bem como outras informações que poderiam ter sido extremamente importantes para evitar a crise financeira que se desenvolveu:

Adequate information about the over-the-counter derivatives market would have made a tremendous difference. If this had been a regulated market, it would have been transparent. Federal regulators would have been able to see the size of the positions, the extent of the trading, the amount of speculation, and the interconnectivity among market participants. They could have stepped in when they saw the extent of counterparty credit risk, to require central clearing, reducing the risk by interposing the clearing facility between the parties. They could have seen the extent of speculation that was inflating the risk posed by the mortgage market by multiplying it exponentially in terms of potential losses.

Sendo assim, é possível concluir que havia pessoas buscando estabelecer uma maior regulamentação e trazer mais segurança para o sistema financeiro, visando um risco de perdas financeiras menor e um impacto menor no sistema financeiro como um todo. Porém, os próprios agentes do mercado foram contra isso, pois acreditavam que o mercado teria a capacidade de se autorregular e acreditavam que mais regulação poderia atrapalhar o funcionamento de um mercado que estava crescendo cada vez mais.

2.3 Caracterização do Mercado Imobiliário e sua Relação com o Mercado Financeiro e de Crédito.

O setor de construção civil é algo bastante importante no cenário econômico de um país, porque gera renda para diversas camadas da sociedade. Dessa forma, é um setor que possui certa influência na atividade econômica.

É possível compreender também que, conforme 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 et al, 2007, p. 6 apud GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 25). Ou seja, este setor não depende da renda do comprador no momento da compra, mas sim do crédito habitacional que é concedido ao comprador.

Da década de 1930 a 1980, o crédito habitacional estadunidense dependia das associações de poupança em empréstimo, chamadas de *Savings and Loans* (S&L). Porém, com a crescente liberalização financeira, conforme analisado, e o crescente desenvolvimento da securitização de títulos hipotecários, ocorreu uma reestruturação do sistema financeiro habitacional estadunidense. Este passou a ser integrado ao mercado de capitais (INÁCIO, 2009), no sentido de que “as taxas hipotecárias respondem a mudanças das taxas de juros

nos outros mercados de capitais e os fundos hipotecários estão efetivamente disponíveis às taxas de juros prevalentes no mercado” (HENDERSHOTT & VAN ORDE, 1989).

Adicionalmente, para se compreender o sistema hipotecário estadunidense, é necessário mencionar as instituições *Federal National Mortgage Association*, conhecida como Fannie Mae e a *Federal Home Loan Mortgage Corporation*, apelidada de Freddie Mac.

A Fannie Mae foi fundada em 1938 durante o mandato de Roosevelt, o objetivo desta instituição era impulsionar o mercado imobiliário. Dessa forma, emitia títulos e, com os recursos, adquiria as hipotecas dos Savings and Loans locais.

Então, em 1968, a Fannie Mae foi dividida em duas instituições: a *Government National Mortgage Association*, conhecida como Ginnie Mae, voltada para a concessão de empréstimos para a classe mais pobre, e a reestruturada Fannie Mae, que se tornou uma *govern sponsored enterprise* (GSE), isto é, uma empresa privada patrocinada pelo governo e que, a partir de então, teria mais liberdade de operação, podendo comprar hipotecas convencionais ou asseguradas pelo governo. A Fannie Mae tinha como objetivo expandir o mercado de hipotecas secundárias utilizando-se da securitização de hipotecas na forma de títulos lastreados em hipotecas (INÁCIO, 2009).

Dois anos depois, em 1970, foi criada a Freddie Mac com o objetivo de aumentar a concorrência e expandir ainda mais o mercado de hipotecas. Dessa forma, a instituição compra hipotecas no mercado secundário, agrupa-as e vende-as sendo garantida por hipotecas para investidores no mercado aberto (INÁCIO, 2009).

Então, em 1982, foi aprovado o *Alternative Mortgage Transaction Parity Act*. Essa lei permitiu que as S&Ls emitissem hipotecas com taxas de juros flexíveis, chamadas de *adjustable rate mortgages* (ARM).

As reformas institucionais implementadas nos Estados Unidos da América foram responsáveis por grandes transformações no mercado secundário de hipotecas.

[...] based on these reforms, we have seen a major shift in the role and importance of the secondary market, as well as a shift in the role of lenders originating mortgage loans.(COLTON, 2002).

Dessa forma, a disponibilidade do crédito hipotecário aumentou substancialmente. Além disso, essas reformas também alteraram as condições de concorrência entre as GSEs e as instituições privadas que lidavam com o processo de securitização. Houve um aumento da liquidez no mercado secundário de hipotecas, gerando uma maior conexão entre o

mercado de capitais e o mercado de hipotecas – neste momento, passou a existir uma maior diversificação dos tipos de securities emitidos relacionados a hipoteca.

A implementação dessas medidas levou à ampliação da liquidez dos títulos no mercado secundário de hipotecas, estreitando as relações entre os mercados de capitais e o mercado de hipotecas. Assim, grandes bancos comerciais, como o Bank of America, também se tornaram importantes emissores de MBS (*Mortgage Backed Securities*), especialmente a partir de meados dos anos 1980. Um outro aspecto desse processo de aprofundamento do mercado de MBS foi o aumento da diversificação dos tipos de securities relacionadas a hipotecas. (CAGNIN, 2009).

Adicionalmente, é possível compreender o interesse de grandes bancos privados no mercado de crédito imobiliário a partir da ideia de essas instituições expandirem suas carteiras voltadas a pessoas físicas e pequenas e médias empresas com créditos colateralizados.

Além disso, a obrigação de depositar colateral era algo que ajudava na boa gestão dos riscos sobre a estrutural patrimonial dos bancos nos casos em que houvesse *default*. E, por fim, os bancos também tiveram um aumento em suas fontes de receita, porque passaram a cobrar tarifas e comissões nas atividades de securitização de hipotecas e também nos serviços que prestavam associados ao recolhimento dos pagamentos do tomador do empréstimo e à transferência do pagamento ao investidor proprietário das *securities*. (CAGNIN, 2009, p. 261).

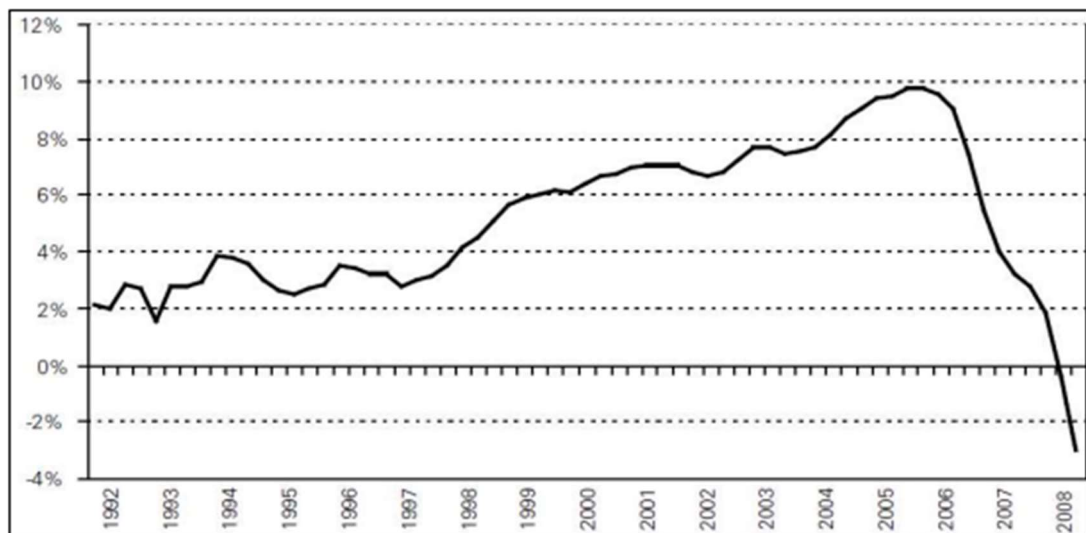
Dessa forma, conforme descrito por Arpia (2015), ao longo da década de 80, bancos e financeiro tornaram a operar com securitização de hipotecas:

Esta operação acontecia com uma dessas instituições criando uma SIV, que passaria a comprar parte das hipotecas desta instituição (as MBSs) com recursos provenientes da emissão de títulos de crédito de curto prazo (*asset-backed commercial paper*). Os SIVs revendiam todos que conseguiam, mantendo o restante em sua carteira. É importante salientar que esses veículos não eram tecnicamente propriedade dos bancos, o que fazia com que seus resultados não fossem registrados nos seus balanços.

Conforme Torres & Borça (2009), a expansão das operações de securitização, combinada com a grande ampliação da escala do mercado imobiliário são os principais fatores que explicam a expansão do mercado de hipotecas nos Estados Unidos da América. E este mercado é a principal forma de financiamento imobiliário no país.

A expansão do mercado de hipotecas fez com que o mercado imobiliário dos Estados Unidos apresentasse forte período de valorização durante 1990 a 2006, conforme é possível notar na figura abaixo.

Gráfico 4: Preço dos Imóveis Residenciais nos EUA - 1992 a 2008 (Variação em Relação ao Mesmo Trimestre do Ano Anterior)



Fonte: Cagnin, 2009.

De acordo com Cagnin (2009), esse processo de valorização dos imóveis nos Estados Unidos da América fez com que a solidez patrimonial dos proprietários destas residências fosse ampliada, resultando em uma melhor avaliação de risco por parte das instituições financeiras credoras. Então, conseqüentemente, os proprietários dos imóveis tiveram sua capacidade de endividamento amplificada. Dessa forma, fez com que fosse possível a aquisição de novos imóveis, reforçando o processo de valorização de imóveis.

Então, essa valorização crescente dos preços dos imóveis também se tornou um dos motivos que contribuiu para a realização de inovações nos contratos de hipotecas. Além disso, a crescente tecnologia desenvolvida, a ampliação dos instrumentos de redução de risco, a expansão do mercado secundário de hipotecas e a busca, por parte das instituições financeiras, por ativos mais rentáveis (algo que recebeu um maior incentivo, devido aos juros baixos e a deflação dos ativos da bolsa de valores) também foram motivos que incentivaram essas inovações (URPIA, 2015).

Devido as inovações criadas, foi possível expandir o leque de tomadores de crédito hipotecário, pois passou a ser viável efetuar menores pagamentos no início da hipoteca (*balloon mortgage*). Adicionalmente, também havia a possibilidade de emitir uma

segunda hipoteca (*piggyback*) juntamente com a hipoteca principal. Dessa forma, a necessidade do tomador de hipoteca de arcar com o pagamento de uma entrada, na contratação da hipoteca, diminuiu bastante.

Um ponto importante, mencionado por Cagnin (2009) é o fato de que, quando as instituições credoras e os tomadores de empréstimo passavam pelo processo de contratar hipotecas com as características descritas, ambos esperavam que imóvel mantivesse sua tendência de valorização ou que as taxas de juros futuras fossem reduzidas – e então, dessa forma, seria possível refinar as hipotecas em condições mais favoráveis.

Uma importante transformação ocorreu na década de 1980 no mercado secundário. A Fannie Mae e a Freddie Mac passaram a emitir *multiple class* MBS (*Mortgage Backed Secutirities*), estes também podem ser denominados *Collateralized Mortgage Obligation* (CMO). Conforme detalhado por Arthur Arpia (2015):

Nestas operações, as instituições citadas utilizavam um conjunto de MBS, que era lastreado por hipotecas que possuíam maturidades e níveis de risco diferentes, para emitir tranches, “(...) que são hierarquizadas de acordo com a prioridade de recebimento de fluxo de pagamento e da absorção de perdas provenientes da ocorrência de default nas hipotecas utilizadas como colateral” (CAGNIN, 2009, p. 266). A ampla utilização dessas operações possibilitou o surgimento de operações com as mesmas características, mas com a utilização de outros ativos como colateral, tal como os contratos ABS (*Asset-Backed Securities*) e os CDO (*Collateralized Debt Obligations*); além de ter servido para ampliar a integração do sistema de financiamento residencial ao mercado de capitais. (idem, 2009).

De acordo com Krugman (2009), até a grande bolha habitacional, a securitização se limitava quase que exclusivamente a hipotecas “*prime*”, isto é, empréstimos a tomadores capazes de pagar entrada substancial e arcar com elevadas prestações.

Então, a partir dos anos 2000, a ampliação da escala do mercado imobiliário ocorreu com a inclusão de hipotecas *subprime*. Isto é, hipotecas concedidas a indivíduos que não tem renda, garantias ou um histórico que crédito que justificasse o fornecimento do empréstimo. Parte dos tomadores de hipoteca *subprime* eram conhecidos como devedores ninja, pois não tinham renda, trabalho ou patrimônio suficiente (*no income, no job or assets*). Somando-se a isso, também havia o fato de que os créditos concedidos eram operações de longo prazo, com condições diferentes de pagamento, tornando seu risco muito maior.

Além de serem direcionados a tomadores sem capacidade de pagamento comprovada, os créditos imobiliários subprime apresentavam outras características que agravavam seu risco. Eram operações de longo prazo, normalmente de trinta anos, com condições híbridas de pagamento, por envolverem dois regimes diferentes de taxas de juros e de reajuste de prestações em um mesmo empréstimo. Assim, por um período inicial de dois ou três anos, as prestações e as taxas de juros eram fixas e relativamente baixas [era praticada a taxa denominada de *teaser rate* – taxa de juros baixa para atrair os clientes]. Em compensação, nos 27 ou 28 anos restantes, as prestações subiam muito de valor e passavam a ser anualmente reajustadas com base em taxas de juros flutuantes de mercado. Eram os chamados empréstimos do tipo 2/28 ou 3/27. (TORRES & BORÇA, 2009).

As operações envolvendo hipotecas *subprime* tiveram grande expansão neste momento graças às inovações financeiras criadas, principalmente devido ao processo crescente de securitização e aos *balloon payments*. Adicionalmente, o fato dessas operações não possuírem garantias que usualmente eram oferecidas pelo governo federal americano aos empréstimos residenciais para tomadores de baixa renda, não fez com que empresas privadas agissem transformando as carteiras *subprime* em títulos (URPIA, 2015, p. 156).

Além disso, bancos e financeiras também passaram a explorar este mercado, pois havia uma crescente desregulamentação financeira somada à globalização e à expansão e inovação da tecnologia – fatores que permitiram a criação de novos produtos a partir das hipotecas *subprime*. Ainda, por ser um mercado mais arriscado, havia também a possibilidade de maiores ganhos. Dessa forma, conforme Krugman (2009), a inovação financeira que permitiu a securitização de empréstimos hipotecários subprime foi chamada de *collateralized debt obligation*, chamados de CDOs.

Os CDOs, conforme explicado por Krugman (2009), oferecia cotas de participação nos pagamentos do recebíveis. Mas as cotas não eram todas iguais. Havia cotas “*seniors*” (privilegiadas) com prioridade no recebimento. Apenas depois que estas cotas eram pagas que as demais cotas recebiam alguma coisa. Inicialmente, isto tornava as cotas privilegiadas como investimentos de maior segurança. E, dessa forma, agências de classificação de crédito atribuíam um grau elevado à estas cotas, mesmo que os empréstimos hipotecários *subprime* fossem bastante duvidosos.

Portanto, a securitização dessas operações ocorria da seguinte forma: a instituição originadora (A) criava uma outra instituição chamada de veículo de finalidade específica (SPV – Special Purpose Vehicle). Então, a SPV comprava parte das hipotecas da instituição (A) e emitia títulos lastreados nessa compra. A instituição (A) pode ser

entendida como a Ginnie Mae, Fannie Mae ou algum banco. Então, os compradores esperavam que esses títulos tivessem elevado grau de investimento. Dessa forma, a SPV recebia garantias de uma instituição financeira (o banco originador ou a Ginnie Mae) e, com essa garantia, tornava-se mais fácil uma obtenção do grau de investimento mais favorável junto das agências classificadoras de risco. Fazendo com que os títulos se tornassem mais atrativos para os investidores (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009).

Por fim, é possível entender este produto como algo atrativo para os bancos, porque a securitização das hipotecas transferia o risco hipotecários para os investidores, reduzia os custos operacionais bancários e também removia as hipotecas dos balanços. Esse tipo de operação tinha por objetivo fugir da pouca regulamentação existente e buscar lucros maiores em comparação às operações tradicionais. Já para os investidores, era algo interessante, pois conseguiam diversificar a carteira através do investimento nestes ativos e também havia uma expectativa de retornos maiores (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009).

Resumidamente, conforme explicado por Wray (2009), todas as hipotecas poderiam ser classificadas em uma variedade de classes de risco, com preços diferentes para cobrir o risco. Dessa forma, investidores puderam selecionar o trade-off desejado entre retorno e risco. E, então, instituições financeiras passaram a receber taxas pelos serviços de geração dos empréstimos, pela avaliação do risco e também por intermediar os serviços de dívidas hipotecárias. Adicionalmente, o mercado financeiro começou a negociar obrigações de débitos colateralizadas (CDOs), dividindo e distribuindo-as de acordo com as necessidades de cada investidor. Portanto, o processo de securitização contribuiu para uma certa democratização do acesso ao crédito e, conseqüentemente, do acesso à casa própria.

2.4 Caracterização e Desenvolvimento da Crise

Com o entendimento sobre o funcionamento do mercado imobiliário americano, a crescente desregulamentação financeira e a globalização financeira somada à busca por inovações financeiras, é possível compreender como a crise do *subprime* se formou aos poucos desde os anos de 1980. Para compreender seu estopim e, posteriormente, seus efeitos, é necessário fazer uma análise mais detalhada sobre como todos estes fatores se desenvolveram em conjunto.

Inicialmente, é bastante importante entender a chamada *securitization food chain*. Conforme explicado por Renyu Wu (2017), anteriormente à introdução da securitização

no mercado de hipotecas, o empréstimo hipotecário (*mortgage*) era feito entre a pessoa que estava comprando a casa (*Home Buyer* - Comprador) e a pessoa ou instituição que estava emprestando este dinheiro (*Lender* - Emprestador).

Figura 1: Antigo Modelo de Empréstimo Hipotecário

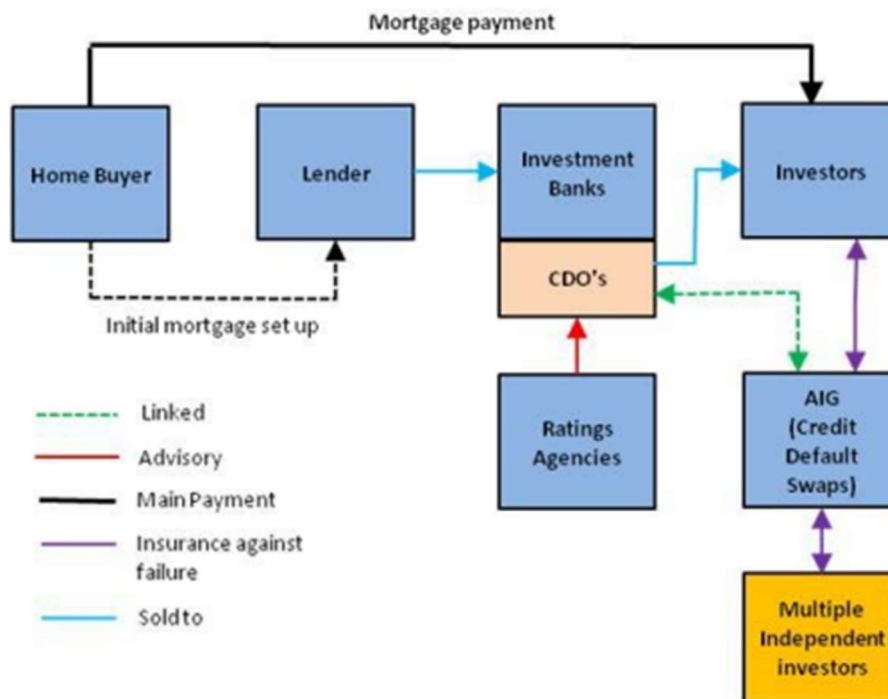


Fonte: Ferguson & Marrs (2010).

Dessa forma, não era acessível para alguém que fosse comprar uma casa conseguir um empréstimo hipotecário, pois quem estava emprestando o dinheiro corria o risco direto caso o Comprador se tornasse um inadimplente hipotecário. Neste momento, o mercado tradicional estadunidense, chamado de *prime*, tinha como garantia principal o próprio imóvel. Ou seja, se o Comprador não pagasse a dívida, seu imóvel era tomado pelo Emprestador (SILVA, 2010).

Então, com a introdução da securitização neste processo, a cadeia (*securitization food chain*) para o empréstimo hipotecário se tornou mais complexa, mas também mais acessível para quem fosse comprar uma casa, por exemplo. Neste processo, passam a existir outros participantes além do Comprador e do Emprestador, tais quais: *Investment Banks*, *Agências de Rating*, Investidores e Seguradoras.

Figura 2: Novo Modelo de Empréstimo Hipotecário (Securitization Food Chain)



Fonte: WU, Renyu. How Incentives Contributed to the Great Recession? The Pennsylvania State University, Department of Finance, 2017, p. 11.

Conforme ilustrado, na nova cadeia de empréstimo hipotecário, temos o seguinte processo (Renyu Wu, 2017):

1. O Comprador (*Home Buyer*) consegue o empréstimo hipotecário do Emprestador (*Lender*);
2. O Emprestador (*Lender*) vende essa hipoteca para um *Investment Bank*. Quando o *Investment Bank* compra essa hipoteca, ele entrega dinheiro para o *Lender* e fica com a hipoteca. Ou seja, ele fornece dinheiro para o *Lender* e, dessa forma, o *Lender* consegue realizar mais empréstimos hipotecários;
3. Os *Investment Banks*, ao comprarem essas hipotecas, combinam milhares delas criando derivativos complexos, chamados de CDOs (*Collateralized Debt Obligations* - Obrigações de Débitos Colateralizados). Isto é o processo de securitização das hipotecas;
4. Os *Investment Banks* pagavam as Agências de Risco (*Ratings Agencies*) para que avaliassem os CDOs criados. Boa parte destes CDOs recebiam uma avaliação positiva, por exemplo AAA ou AA;

5. Após as avaliações das Agências de Risco, os *Investment Banks* vendiam os CDOs para o Investidores. Um ponto importante a ser destacado neste momento é que dentro do grupo de investidores havia diversas categorias de fundos e também havia investidores individuais. Dentre as categorias de fundos, havia fundos de pensão e *Money Market Funds*, ambos possuem a permissão para comprar apenas títulos com avaliação AAA, ou seja, títulos que possuem a mesma avaliação de risco dos títulos federais;
6. Então, quando o Comprador fazia o pagamento da hipoteca, o dinheiro era direcionado, como um pagamento de juros, para o Investidor que comprou o CDO;
7. As Seguradoras, representadas pela AIG na ilustração da cadeia, emitiam seguros chamados de CDS (*Credit Default Swap*). O Investidor que comprou o CDS pagava um prêmio trimestral para a Seguradora e, desta forma, teria uma espécie de seguro contra uma possível inadimplência em relação ao CDO.

Sendo assim, é possível notar que o processo de securitização de hipotecas criou uma interdependência entre as diferentes partes, trazendo a ideia de que uma alimenta a outra e de que não seria possível haver esta cadeia sem a participação de algum destes atores. Apesar de isto parecer positivo em um momento de grande euforia, gerando uma movimentação na cadeia – por exemplo, no início dos anos 2000 – pode ser também bastante perigoso quando se pensa em risco sistêmico do sistema financeiro.

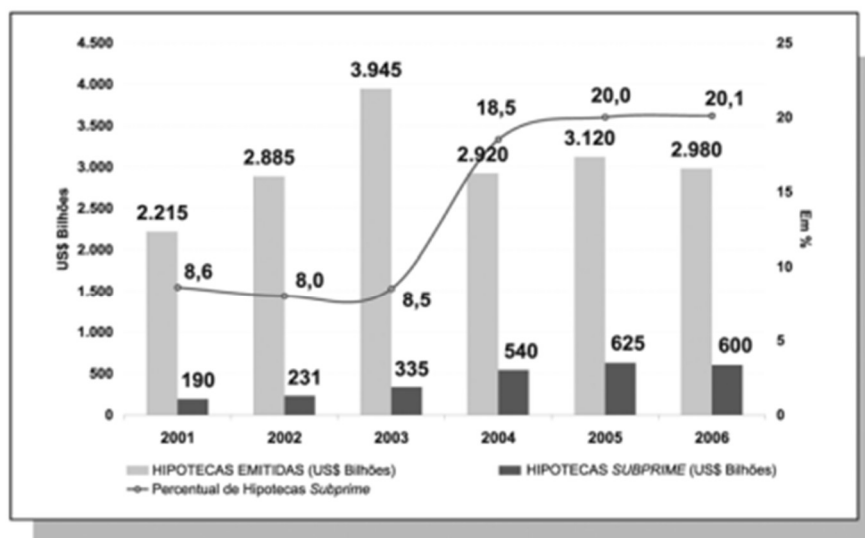
Conforme já mencionado, a partir da década de 1990 notou-se uma valorização no mercado imobiliário estadunidense. Isto, conforme também já mencionado, foi possível devido às inovações financeiras – neste caso, a *securitization food chain*. Ou seja, a partir deste momento, se tornou mais acessível conseguir empréstimos e hipotecas. Isto significa que havia mais pessoas neste mercado, aumentando a demanda na compra de casas e aumentando o número de hipotecas prime e subprime existentes no mercado. Não apenas isso, mas também aumentando o número de produtos financeiros (securitização) provenientes destas hipotecas e empréstimos.

É importante mencionar que o governo de Bill Clinton escolheu o mercado imobiliário como um dos focos para estimular o crescimento da economia. A ideia era impulsionar um crescimento do mercado imobiliário e gerar empregos na construção civil. Dessa forma, também havia estímulo por parte do governo na busca por facilitar e tornar mais acessível os empréstimos e hipotecas para pessoas que tinham uma renda menor e não

tinham acesso ao mercado de financiamentos tradicionais, criando o mercado *subprime* (SILVA, 2010).

Porém, conforme já mencionado também, os empréstimos *subprime* eram oferecidos também a pessoas que não tinham renda, trabalho ou patrimônio suficiente. Dessa forma, havia a securitização das hipotecas *subprime*, buscando uma segurança caso houvesse inadimplência.

Gráfico 5: Emissão Total de Novas Hipotecas e Participação de Hipotecas *Subprime* (2001-2006)

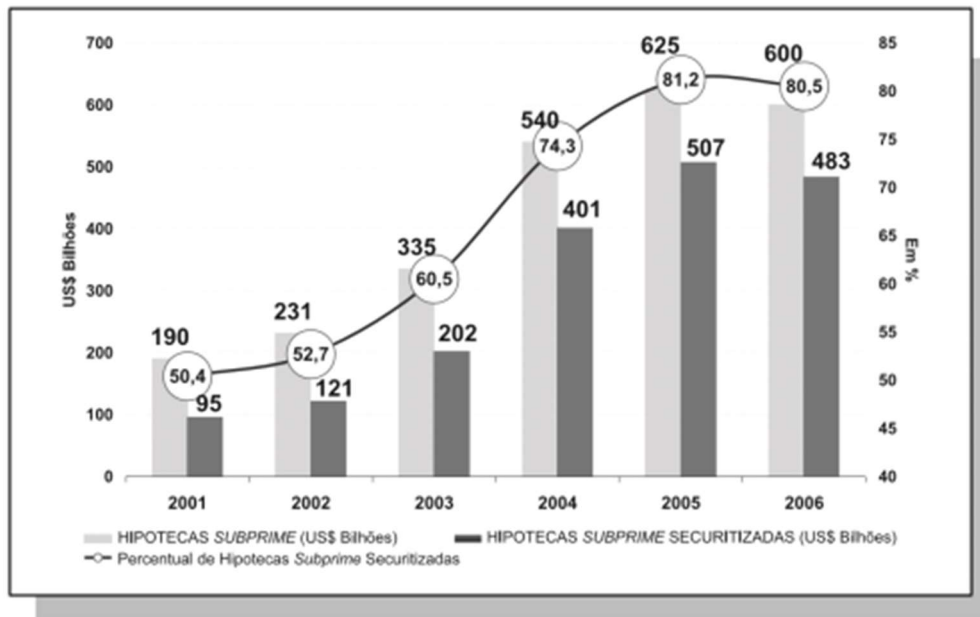


Fonte: Elaboração própria com base em Wray (2007).

Fonte: Retirado de Torres & Borça Jr, 2008, p. 137.

Então, como é possível analisar pelo gráfico acima, houve uma grande expansão na emissão de hipotecas e, particularmente, no percentual de hipotecas *subprime* emitidas. Além disso, também houve forte crescimento no número de operações de securitização de hipotecas *subprime*:

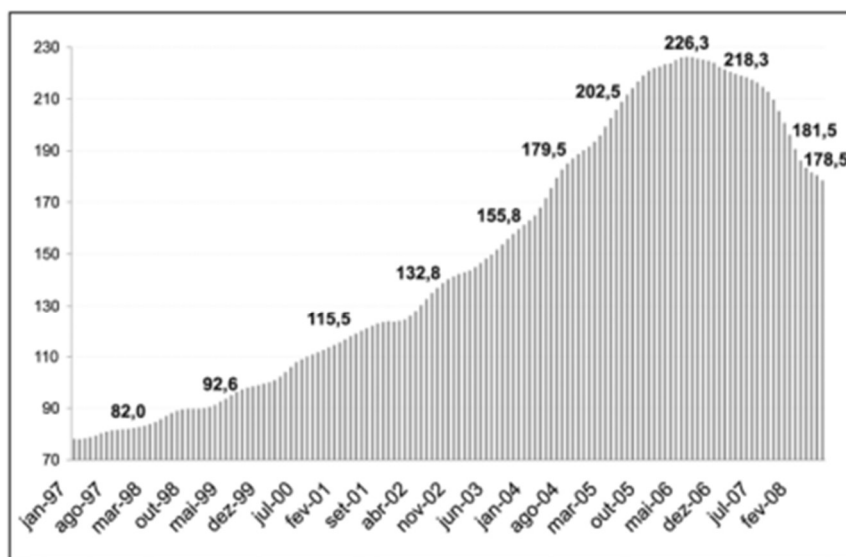
Gráfico 6: Evolução do Percentual de Hipotecas *Subprime* Securitizadas (2001-2006)



Fonte: Retirado de Torres & Borça Jr., 2008, p. 137

Dessa forma, com uma demanda maior pela compra de casas devido ao aumento do crédito imobiliário estadunidense somada a baixa taxa de juros, os preços dos imóveis passaram a se valorizar, em pouco tempo os preços chegaram a triplicar, conforme gráfico abaixo.

Gráfico 7: Evolução do Índice de Preços dos Imóveis nos EUA de 1997 a 2008 (Jan200 = 100 - Dados até agosto de 2008)



Fonte: S&P/Case-Shiller Home Price Índices.

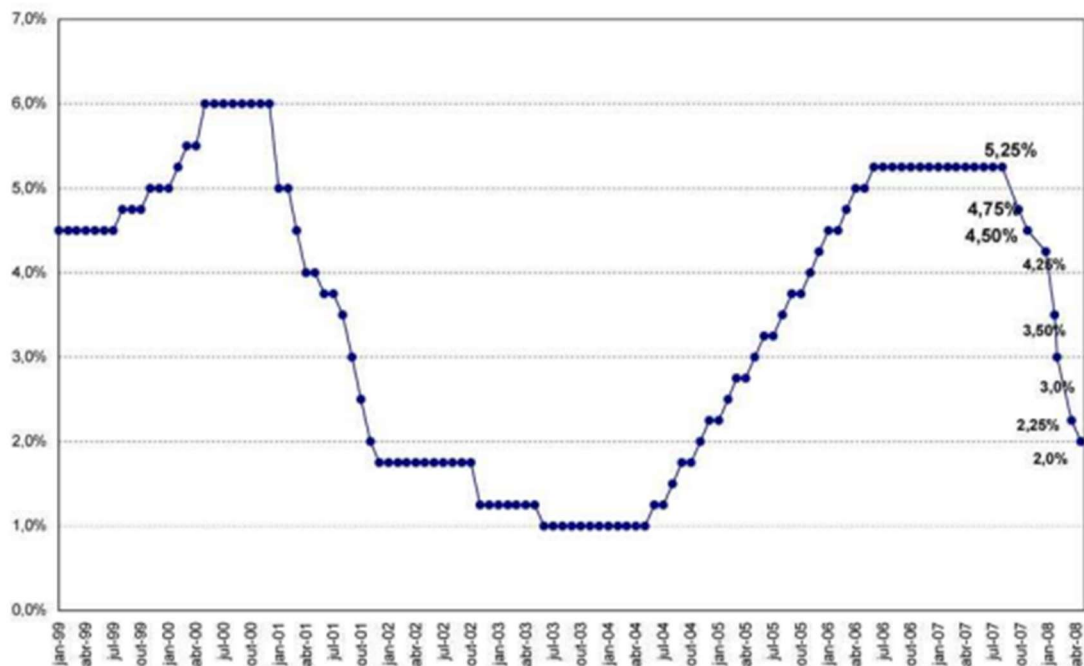
Fonte: Retirado de Torres & Borça Jr., 2008, p. 135.

Então, conforme explicado por Krugman (2009), enquanto os preços das casas se mantiveram em alta, o esquema descrito funcionava e continuava se desenrolando. Não havia elevados graus de inadimplência e os títulos que eram lastreados em recebíveis imobiliários estavam gerando altos retornos. Apesar do cenário parecer positivo e favorável, neste momento já havia alguns economistas alertando para uma possível bolha habitacional que poderia trazer riscos para a economia. Mas, novamente, pessoas como Alan Greenspan afirmavam que era improvável que houvesse uma queda nos preços das casas.

Porém, contrário ao que Alan Greenspan acreditava, estava se criando uma bolha no mercado imobiliário estadunidense, os preços das casas estavam aumentando e este aumento não refletia o preço real do imóvel. Além disto, conforme já mencionado, houve um estímulo à construção civil, gerando uma oferta maior que a demanda.

Adicionalmente, é importante destacar também que o ciclo imobiliário expansionista não estava preparado para a elevação da taxa de juros pelo Federal Reserve. A partir do segundo semestre de 2004, o Fed optou por alterar a política monetária, pois observava sinais inflacionários.

Gráfico 8: Evolução da Meta da Federal Reserve *Funds Rate*



Fonte: Fundap – Grupo de Conjuntura. A Crise do Mercado de Hipotecas Subprime nos EUA. S/d, p.8. Disponível em: <http://debates.fundasp.sp.gov.br/>.

Então, com a alta dos juros, o mercado imobiliário estadunidense passou a desacelerar. Conforme explicado por Krugman (2009), no terceiro trimestre de 2005 já era possível observar uma desaceleração nas vendas das casas – neste momento, o elevado nível de preços das casas chegou a inviabilizar a compra das casas por grande parte das famílias. Porém, levou um tempo para que o “estouro” da bolha fosse percebido pelas pessoas. Isto porque os preços continuaram subindo e levaram um certo tempo para serem ajustados. Diferente do mercado de ações, os preços das casas não mudam a cada minuto e os vendedores já esperam que leve um certo tempo para encontrar um comprador.

Por conta disso, os vendedores normalmente baseiam os preços nas últimas transações que ocorreram – e, então, os preços não foram reduzidos até o momento em que se tornou óbvio que não havia mais demanda para os preços das casas e as vendas já estavam em queda. No fim do segundo trimestre de 2006, os preços começaram a cair – no início foi algo que aconteceu lentamente, mas, depois, aconteceu em uma velocidade crescente.

Apesar de no início a queda dos preços das casas ser lenta, já foi o suficiente para abalar as estruturas sobre as quais se afirmava os empréstimos *subprime*. Krugman (2009) reforça que o principal ponto dessas operações era a ideia de que não importava, para o credor, se o devedor realmente conseguiria pagar as prestações dos empréstimos hipotecários, porque enquanto os preços das casas se mantivessem em níveis altos, os devedores poderiam sempre renegociar os empréstimos ou vender a casa para pagar a dívida.

Porém, no momento em que os preços começaram a cair e as vendas se tornaram cada vez mais difíceis, os índices de inadimplência passaram a aumentar. E, então, conforme explicado por Krugman (2009), neste momento, tornou-se visível que as execuções de hipotecas não seriam ruins apenas para os donos das casas, mas também seria ruim para os credores. Isto não só pela queda do preço do imóvel em si, mas também porque até a efetiva retomada do imóvel pelo credor e seu relançamento no mercado, somado às despesas do processo e à degradação do imóvel fechado, há uma grande perda do valor inicial do empréstimo.

Adicionalmente, conforme explicado por Arienti & Inácio (2010), a anterior elevação de preços das residências que havia levado à expansão do mercado de imóveis, também foi responsável pelo excesso de oferta que acabou pressionando os preços para baixo. E isto teve como consequência, para alguns tomadores de empréstimo, o valor das dívidas

hipotecárias superando o valor real dos imóveis. E, então, os tomadores de empréstimo tiveram que entregar os imóveis aos seus credores. Havia um mecanismo, chamado de *Walk Away*, que permitia a quitação da hipoteca através da entrega do imóvel. A diminuição dos preços prejudicou a possibilidade de refinanciamento das hipotecas. Isto porque os imóveis serviam como colateral nos contratos hipotecários e, dessa forma, havia uma redução da margem de segurança do banco credor. Adicionalmente, também dificultou a venda dos créditos hipotecários aos investidores no mercado de capitais (URPIA, 2015). Adicionalmente, conforme Junior & Filho (2008, p. 148):

Um contrato de financiamento hipotecário realizado com tais características possui um determinado valor de mercado quando securitizado. Se os preços dos imóveis se reduzem, a marcação a mercado desse contrato passa a ser diferente, pois o colateral – o imóvel – não mais fornece uma margem de segurança ao ofertante de recursos – o banco credor. Com isso, maiores são as chances de os compromissos hipotecários não serem honrados, uma vez que a dívida pode tornar-se maior que o valor do colateral, fazendo com que o tomador abandone o pagamento da hipoteca e entregue a propriedade do imóvel ao credor. Essa transação passa a ter um risco maior do ponto de vista do emprestador, dificultando também a venda desses créditos a terceiros no mercado de capitais.

É possível notar o que foi descrito no gráfico abaixo – ele nos mostra a variação dos preços dos imóveis no período entre 1998 e 2008, os percentuais de inadimplência e as execuções de hipotecas do segmento *subprime*.

Gráfico 9: Variação dos Preços do Imóveis e da Inadimplência e Execuções de Hipotecas do Segmento Subprime (1998-2008) (Dados até o Segundo Semestre de 2008)

principais corporações e os centros financeiros internacionais” (Cintra e Cagnin, p. 307)

Em síntese, a crise financeira atual mostrou que a dispersão do risco não o reduz do ponto de vista sistêmico, de modo que, num contexto de mercados financeiros liberalizados e, assim, fortemente interconectados, a crise de um mercado necessariamente arrasta consigo o sistema financeiro em seu conjunto.

Dessa forma, é possível compreender como a crise do *subprime* tomou as proporções que tomou. Isto é, foi responsável por causar e nos mostrar o risco sistêmico proporcionado pela liberalização financeira e pela falta de uma regulamentação mais rígida no mercado financeiro.

3 EFEITOS DA CRISE E MEDIDAS REGULATÓRIAS TOMADAS VISANDO UMA RETOMADA DA ECONOMIA

3.1 Efeitos da Crise

No momento em que passou a ser cada vez maior a inadimplência no seguimento *subprime*, conforme já explicado, o sistema financeiro como um todo foi afetado, pois havia toda a cadeia da *securitization food chain*. Dessa forma, conforme as inadimplências se tornavam reais, as garantias e os seguros que faziam parte desta estrutura também passaram a ser executados, afetando as seguradoras e as companhias garantidoras de crédito.

Quando as instituições financeiras passaram a divulgar seus balanços em 2007, começou a se espalhar pelos mercados financeiros mundiais um sentimento de desconfiança, porque já era possível notar perdas substanciais em operações imobiliárias. E, como consequência, passou a acontecer uma maior contração na liquidez destas instituições. Neste momento, se iniciou o processo de reação em cadeia que foi possível notar no desenvolvimento da crise de 2008.

É possível destacar como início do processo de reação em cadeia a quebra da *New Century Financial* em 2007, uma empresa que era especializada no mercado *subprime*. Então, em sequência alguns fundos começaram a quebrar também e as agências de rating passaram a reavaliar os ratings que haviam dado para alguns ativos. Frente a este cenário de caos que estava começando a se instalar, o Fed interveio injetando 64 bilhões de dólares no sistema financeiro em poucos dias. Também tivemos o Banco Central Europeu injetando 313,1 bilhões de dólares e o Banco do Japão injetando 13,5 bilhões de dólares. Essas alocações trouxeram certa tranquilidade para o mercado naquele momento, diminuindo o pânico que estava começando a se instalar (POMBAL, 2010, p. 92).

Adicionalmente, buscando melhorar a situação do mercado financeiro, em setembro de 2007 o Fed anunciou uma diminuição da taxa de juros de 5,25% para 4,75%. Posteriormente, mais dois cortes foram feitos: em outubro de 2007 a taxa passou para 4,5% e em dezembro foi para 4,25%. Em janeiro de 2008 as instituições financeiras divulgaram seus balanços e isto acabou levando a sérios problemas no sistema financeiro (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 65).

Então, após os anúncios dos balanços em janeiro de 2008, o Fed reduziu mais uma vez a taxa de juros, passando para 3,5%. E, em poucos dias, essa taxa acabou passando para

3%. O objetivo do Fed com isso era provocar um aumento na liquidez – este era um dos problemas a serem enfrentados. Em conjunto com a liquidez, também havia o problema de confiança no mercado – algo extremamente perigoso, porque se a confiança dos investidores está baixa, isto pode resultar em uma corrida bancária, algo que faria todo o sistema financeiro desmoronar. (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 66).

A ilusão de controle da economia pelo Fed veio abaixo em março de 2008 quando houve o colapso do banco de investimento *Bear Stearns*, este chegou próximo de declarar falência e isto só não aconteceu, porque o Fed optou por intervir e negociou a compra deste banco com o J.P. Morgan. E a partir deste momento, iniciou-se o desmoronamento de grandes instituições financeiras.

Neste momento em que foram surgindo maiores problemas no mercado financeiro, o Fed buscava evitar uma recessão nos Estados Unidos através de uma maior redução da taxa de juros. Em abril de 2008 a taxa de juros chegou a ser reduzida até 2% (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 66).

No gráfico abaixo é possível notar as perdas que haviam sido contabilizadas por algumas instituições financeiras ainda no primeiro trimestre de 2008:

Tabela 1: Impacto da Crise em Instituições Financeiras Seleccionadas (1º Trimestre de 2008)

Instituição	País	Perdas Contabilizadas (US\$ bilhões)
Citigroup	Estados Unidos	40,7
UBS	Suíça	38,0
Merril Lynch	Estados Unidos	31,7
HSBC	Reino Unido	16,6
Bank of América	Estados Unidos	14,9
Morgan Stanley	Estados Unidos	12,6
Royal Bank of Scotland	Reino Unido	12,0
JP Morgan Chase	Estados Unidos	9,7
Washington Mutual	Estados Unidos	8,3
Deutsche Bank	Alemanha	7,5
Wachovia	Estados Unidos	7,3
Credit Agricole	França	6,6
Credit Suisse	Suíça	6,3
Mizuho Financial	Japão	6,1
Bear Stearns	Estados Unidos	3,2
Barclays	Reino Unido	3,2
Memo:		
Perdas Totais do Sistema Financeiro desde o 3º trimestre de 2007	Estados Unidos	166,0
	Europa	200,0
	Demais Países	21,0
	Total Geral	387,0

Fonte: BBC News International e Financial Times. Elaboração Grupo de Conjuntura, com informações disponíveis até o dia 5 de junho.

Fonte: Fundap – Grupo de Conjuntura. Panorama Recente da Economia Internacional. S/d, p. 2-3. Disponível em: <http://debates.fundap.sp.gov.br/>

A situação da economia se agravou ainda mais quando, em setembro de 2008, ocorreu uma sequência de eventos preocupantes: houve um anúncio de prejuízos bilionários nas duas empresas do ramo imobiliário, a Fannie Mae e a Freddie Mac. Ambas as empresas tinham grande participação no setor hipotecário e no momento da crise, já não eram mais empresas públicas, haviam sido privatizadas. Conforme Gontijo & Oliveira (2009, p. 68):

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.

Então, devido à importância de ambas as empresas, o governo norte-americano optou por intervir na situação e salvá-las. Foi injetado um montante de 100 bilhões de dólares em cada uma delas e, conseqüentemente, acabaram se tornando estatizadas.

Apesar do governo norte-americano ter demonstrado sua força e ter salvado duas empresas muito importantes para o mercado imobiliário, não agiu da mesma forma no evento seguinte que ocorreu no mesmo mês.

Subseqüente ao problema com a Fannie Mae e Freddie Mac, no mesmo mês o quarto maior banco de investimentos dos Estados Unidos naquele momento solicitou o pedido de falência – o grande Lehman Brothers havia falido. O mercado acreditava que o tesouro americano resgataria o Lehman da mesma forma que havia intervindo na situação do Bear Stearns, não acreditavam que deixariam o banco vir a falência. Inclusive, utilizava-se a expressão “*too big to fail*” (grande demais para quebrar) ao se falar do Lehman Brothers.

Contrariando a expectativa do público, o governo norte-americano não estava disposto a cobrir as perdas do banco e o Lehman Brothers quebrou. Neste momento, o mercado desabou. A decisão do Fed em deixar o banco quebrar foi bastante questionada. Não estava mais claro para o mercado o grau de comprometimento das autoridades norte-americana em buscar uma estabilidade no mercado financeiro, porque a quebra de um banco deste porte poderia trazer serias conseqüências para o mercado.

Adicionalmente à incerteza e desconfiança no mercado, também há argumentos defendendo que se o Fed tivesse impedido a quebra do Lehman Brothers, poderia ter evitado a quebra de outros bancos também, dificultando haver um efeito cascata, conforme a Carta de Conjuntura de dezembro de 2008 do IPEA:

Em seguida ao pedido de falência do Lehman, diversos outros grandes bancos nos Estados Unidos e Europa quebraram ou foram adquiridos por concorrentes, em todos os casos apresentando grandes perdas financeiras. O AIG (maior empresa de seguros dos EUA) recebeu um empréstimo de US\$ 85 bilhões do FED. Levantamento realizado pelo Financial Times indica que, considerando apenas as maiores instituições financeiras norte-americanas, europeias e japonesas, as perdas atingiram US\$ 586 bilhões.

Dessa forma, neste cenário com grande desconfiança no mercado e uma liquidez cada vez menor causada pelos eventos que ocorreram, houve uma grande desaceleração na economia. A capacidade de empréstimo na economia foi reduzida, as instituições emprestavam menos, logo as empresas sofreram uma redução de crédito e houve uma contração na economia como um todo. Então, havia grandes chances de ocorrer uma recessão e aumento do desemprego (CARVALHO, 2008, p. 21).

Sendo assim, conforme Arienti & Inácio (2010, p. 21):

A crise subprime mostra, portanto, o potencial de instabilidade existente num arranjo financeiro marcado pela desregulamentação, no qual a possibilidade de criação de sofisticados produtos financeiros e sua capacidade de alavancagem proporcionam uma extraordinária elevação da liquidez e do crédito, acima da capacidade real da economia. Quando a base que sustenta a lógica especulativa desmorona – no caso da crise subprime, a queda do preço dos imóveis residenciais e o crescente aumento da inadimplência das hipotecas –, a crise financeira contamina a economia real, conduzindo-a para uma recessão mundial

Por fim, há autores heterodoxos que afirmam que é possível entender a desregulamentação financeira como a causa da crise do subprime. Conforme Bresser Pereira (2010, p. 52):

(...) a crise foi causada pela desregulação dos mercados financeiros e pela especulação selvagem que essa desregulação permitiu. A desregulação foi o fato histórico novo que abriu as portas para a crise.

Adicionalmente, o autor (2010, p. 62) entende que os seguintes fatores foram causas imediatas para a crise:

(...) más avaliações de crédito, uso descontrolado de alavancagem, inovações financeiras mal compreendidas, um sistema falho de classificação de risco ou rating e práticas de remuneração com bônus

altamente agressivas que incentivavam a tomada de riscos e os ganhos no curto prazo.

Além de Bresser-Pereira, Tymoigne (2009) também concorda que a desregulamentação é o que levou à crise financeira de 2008 (2009, p. 1):

(...) Unsupervised financial innovations and lenient government regulation are at the root of the current financial crisis and recession. Combined with a long period of economic expansion during which default rates were stable and low, deregulation and unsupervised financial innovations generated incentives to make risky financial decisions. Those decisions were taken because it was the only way for financial institutions to maintain market share and profitability.

Sendo assim, é possível entender que o processo de liberalização financeira foi acompanhado por uma forte desregulamentação do mercado financeiro como um todo e isto teve como consequência a ampliação da fragilidade de todo este sistema – representada pela crise do *subprime*.

Com o objetivo de evitar novas crises no sistema financeiro americano e global, os Estados Unidos implementaram uma nova reforma financeira, visando diminuir a fragilidade observada no sistema.

3.2 Mudanças Regulatórias nos Estados Unidos Pós Crise

Ao se observar a crise que estava se desenvolvendo e se instalando nos Estados Unidos e no mundo, o governo norte-americano buscou implementar reformas visando retornar para um cenário econômico mais estável.

Em setembro de 2008, conforme já comentado, houve uma sequência de eventos preocupantes que forneceram munição para as incertezas e desconfianças que estavam crescendo no mercado. Conforme descrito no site do U.S. Department of the Treasury (acessado em 2023):

Every major financial institution was vulnerable. The credit markets that provide financing for credit cards, student loans, mortgage loans, auto loans, small business loans and other types of financing stopped functioning.

Então, frente a este cenário, em outubro do mesmo ano o governo anunciou o TARP - *Troubled Asset Relief Program* - com o objetivo de implementar programas buscando estabilizar o sistema financeiro durante este período em que a crise estava se desenvolvendo. O TARP foi autorizado pelo Congresso através do *Emergency Economic Stabilization Act of 2008* (EESA). O objetivo do EESA era promover estabilidade e

liquidez no sistema financeiro através do TARP e outras medidas. A finalidade do TARP era enfrentar a crise de 2008.

O TARP teve uma grande importância para o governo norte-americano no combate da crise do subprime e no estímulo do crescimento econômico. E, para que fosse possível trabalhar nos diferentes setores da melhor forma, o programa foi dividido em cinco frentes: *Bank Investment Programs* (visando a estabilização no sistema bancário norte-americano, estima-se que o Tesouro investiu 250 bilhões de dólares), *Credit Market Programs* (buscando incentivar o mercado de crédito, estima-se que o Tesouro investiu 27 bilhões de dólares), *Housing* (com o objetivo de ajudar as famílias que estavam enfrentando problemas de inadimplência, estima-se que o Tesouro investiu 46 bilhões de dólares), *Investment in AIG* (em busca de evitar a quebra deste grupo, porque geraria uma maior instabilidade no sistema financeiro, estima-se que o Tesouro investiu 70 bilhões de dólares) e, por fim, *Auto Industry* (aspirando uma retomada neste setor que foi abalado pela crise, devido à falta de crédito e liquidez no sistema financeiro, estima-se que o Tesouro investiu 80 bilhões de dólares) (*U.S. Department of the Treasury*, acessado em 2023).

Além disso, em busca da estabilidade financeira, neste momento o Fed aumentou seu papel de prestador de última instância através de operações de redesconto a todas as instituições financeiras e até algumas instituições não financeiras (ARPIA, 2015, p. 186).

Apesar dos esforços para melhorar a situação financeira, a crise continuou se agravando. Então, Timothy Geithner, novo secretário do Tesouro, encaminhou uma nova proposta de reforma financeira ao Congresso. O nome do documento era *Financial Regulatory Reform – A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, o objetivo era apresentar quais eram os pontos importantes para realizar uma reforma no sistema financeiro na visão do governo.

Ao formular a proposta apresentada, foi necessário reconhecer que houve falhas e deficiências ao regulamentar e supervisionar as instituições financeiras anteriormente. Além disso, também foi preciso tomar conhecimento de que o ponto focal da regulação deveria ser o sistema financeiro como um todo e não apenas as instituições financeiras de forma individual.

Em busca de restaurar a confiança no sistema financeiro, a proposta feita por Geithner possuía cinco objetivos (URPIA, 2015, p. 193):

1 – Proporcionar uma forte supervisão e regulação das empresas financeiras com enfoque nas instituições consideradas fundamentais para o bom funcionamento do mercado financeiro.

2 – Estabelecer uma supervisão mais global dos mercados financeiros visando torná-los capazes de sustentar o stress do sistema e as situações em que houver a falência de alguma instituição de grande porte.

3 – Proteger investidores e consumidores de práticas enganosas e abusivas de instituições financeiras através da criação da *Consumer Financial Protection Agency* – agência de defesa dos consumidores – algo que foi bastante importante para restabelecer a confiança no mercado financeiro.

4 – Prover ao governo os instrumentos necessários para a administração de crises financeiras – principalmente através da autoridade do Fed para existir maior flexibilidade para adotar medidas emergenciais.

5 – Ampliar os padrões regulatórios internacionais e buscar uma melhora na cooperação internacional.

Então, durante o ano de 2009 a proposta foi analisada na Câmara dos Representantes dos Estados Unidos da América e, posteriormente, foi transformada em um projeto de Lei em dezembro de 2009, seguindo para o Senado. Porém, neste momento, o projeto foi bastante criticado pela imprensa, pois acreditavam que não havia medidas suficientes para controlar a instabilidade observada no sistema financeiro e também não evitaria crises futuras. Somando às críticas, no Senado também não havia um clima fácil para se discutir a proposta.

Com o objetivo de tornar o projeto de Lei mais completo, o governo Obama enviou ao Senado outras propostas para que fossem adicionadas ao projeto que havia sido aprovado pela Câmara – é possível destacar a Regra de Volcker e a Emenda Lincoln. Porém, isso acabou aumentando o número de críticas das instituições financeiras à Lei que estava sendo criada.

Diversas mudanças tiveram que ser realizadas no projeto de Lei para que fosse possível chegar em um acordo entre os democratas e os republicanos. E, então, em 21 de julho de 2010, Barack Obama – presidente dos Estados Unidos – assinou a lei nomeada de *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (Lei Dodd-Frank de Reforma de

Wall Street e de Proteção a Consumidores). A Lei tinha como objetivo promover a estabilidade financeira dos Estados Unidos através da melhora na responsabilização e transparência no sistema financeiro visando proteger o cidadão americano e os consumidores de práticas financeiras abusivas (USA, 2010, p.2):

To promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end “too big to fail”, to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes.

Adicionalmente, o controle do risco sistêmico tornou-se um dos pontos principais de discussão ao se falar da reforma regulatória e, por conta disso, este também é um tema que foi bastante tratado pela Lei Dodd-Frank (ANBIMA, 2011). Buscando atingir uma maior segurança no sistema financeiro, a Lei foi responsável pela criação do *Financial Stability Oversight Council* (Conselho de Supervisão de Estabilidade Financeira). O objetivo deste conselho é encontrar possíveis sinais precoces de risco sistêmico e, além disso, identificar também quais instituições podem ser fontes deste risco. E, com isso, criar respostas a possíveis ameaças visando manter a estabilidade financeira.

Após a identificação das instituições classificadas como sistematicamente relevantes, será função do Fed supervisioná-las, verificando se essas instituições estão cumprindo as regras estabelecidas.

Outro importante ponto abordado da Lei Dodd Frank é a Regra de Volcker, que foi entendida como uma forma de remediar os efeitos do fim da Lei *Glass-Steagal* que ocorreu em 1999. O objetivo da Regra era criar uma separação entre as instituições financeiras de acordo com a função que elas exerciam. O que deveria ser feito era a diferenciação entre a utilização dos recursos dos depósitos e outros passivos e a realização de negócio proprietários utilizando-se de recursos de terceiros. Ou seja, dessa forma, os bancos comerciais poderiam captar depósitos à vista e fazer operações de crédito, mas não havia sentido esses bancos terem permissão para participar de operações que envolvessem *trading* proprietário e de investimento em fundos de *hedge* e *private equity*. Isto porque são atividades especulativas com um elevado grau de alavancagem (SOUZA, 2020, p. 56).

Já os bancos de investimentos, poderiam captar recursos a mercado e se utilizar da oferta de crédito de longo prazo ou na estruturação de operações no mercado de capitais.

A separação criada pela Regra de Volcker tem como explicação o fato de que os bancos comerciais devem ser preservados, pois possuem funções essenciais para o funcionamento da economia. Adicionalmente, em um momento de crise, estes bancos poderiam e deveriam ser socorridos pelo banco central em busca de conter uma maior crise na economia real. Já os bancos de investimentos, que possuem atividades de caráter especulativo e com o risco maior, não devem ser protegidos pelo banco central. A ideia é que, em um cenário de crise no sistema financeiro, o banco central consiga “salvar” os bancos comerciais e, caso os bancos de investimento quebrem, isso não contamine a economia real.

Conforme dito pelo presidente Obama (USA, 2010):

First, we should no longer allow banks to stray too far from their central mission of serving their customers. In recent years, too many financial firms have put taxpayer money at risk by operating hedge funds and private equity funds and making riskier investments to reap a quick reward. And these firms have taken these risks while benefiting from special financial privileges that are reserved only for banks.

[...] It's for these reasons that I'm proposing a simple and common-sense reform, which we're calling the "Volcker Rule" -- after this tall guy behind me. Banks will no longer be allowed to own, invest, or sponsor hedge funds, private equity funds, or proprietary trading operations for their own profit, unrelated to serving their customers. If financial firms want to trade for profit, that's something they're free to do. Indeed, doing so -- responsibly -- is a good thing for the markets and the economy. But these firms should not be allowed to run these hedge funds and private equities funds while running a bank backed by the American people.

Apesar da tentativa de recuperar o que a *Glass Steagal Act* propunha, neste momento houve bastante insatisfação por parte do mercado e por parte da população também. Em geral, pessoas que eram relacionadas a alguma instituição financeira iam contra a ideia de trazer de volta a *Glass Steagal Act*, afirmavam que isso traria impactos econômicos, pois afetaria a eficiência do mercado e resultaria em uma perda de liquidez, algo que poderia afetar a economia como um todo. Além disso, reduziria a competitividade dos bancos norte-americanos em relação aos bancos estrangeiros.

Por outro lado, a população também estava insatisfeita com o que estava sendo proposto, porque desejavam que a Regra de Volcker fosse ainda mais rígida e chegaram a sugerir que a *Glass Steagal Act* fosse recuperada. (SOUZA, 2020, p. 58).

Dessa forma, o texto da Regra foi bastante alterado até chegar em sua versão final – repleto de brechas e exceções. Diferente do que Volcker entendia como a solução para o

problema, a separação entre bancos comerciais e bancos de investimentos não foi possível, pois na prática não seria algo factível tendo-se em mente a complexidade do sistema financeiro atual. Então, no final, a Regra de Volcker acabou se tornando uma tentativa de proibir que os bancos se utilizem de depósitos de seus clientes para tomar riscos em posições alavancadas.

Além disso, a Emenda Lincoln também foi uma das partes da Lei Dodd Frank que sofreu alterações devido às pressões das instituições financeiras. Inicialmente, a Emenda propunha que deveria haver limites em operações de derivativos em instituições financeiras que tivessem acesso à rede de proteção do Estado. Por exemplo, essas instituições não poderiam ser swap dealers. Porém, como houve fortes resistências, a Emenda foi ajustada para ser melhor aceita e, por fim, foi decidido que as instituições financeiras qualificadas para receber assistência do Estado poderiam ofertar swaps em conexão com ofertas de empréstimos a clientes e ao fazer hedges como forma de proteção de riscos para si próprios. (ANBIMA, 2011, p. 28).

Mesmo com as alterações feitas, a Regra de Volcker e a Lei Dodd-Frank continuaram sofrendo fortes resistências por parte do mercado (e estes contavam com o apoio dos republicanos), algo que pode ser notado pela demora das instituições a aderirem às novas regras. Em 2014, crítico à situação, Volcker fez a seguinte declaração:

It is striking that the world's leading investment bankers, noted for their cleverness and agility in advising clients on how to restructure companies and even industries, however complicated, apparently can't manage the orderly reorganization of their own activities in more than five years.

Dessa forma, mesmo se tendo em mente a complexidade e os efeitos que podem ser causados pelo sistema financeiro, ainda há grande resistência por parte das instituições financeiras em relação a regulamentações mais rígidas e há um grande medo por parte da população de ter que arcar com as perdas caso ocorra uma nova crise financeira. Porém, nesse embate, quem possui mais poder e influência sobre os senadores e congressistas, são as instituições financeiras, que continuam sempre pressionando para haver um enfraquecimento das leis e contribuem para a demora da implementação total de novas leis.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A crise financeira de 2008, conhecida como crise do subprime, foi algo que causou um grande impacto na economia globalmente. Diversos fatores em conjunto resultaram no desenvolvimento dessa crise, conforme explicado ao longo deste trabalho. Porém, o fator principal que contribuiu para a crise e fez com que fosse possível os outros fatores existirem foi a crescente desregulamentação financeira.

Conforme analisado, desde o Bretton Woods é possível analisar grandes mudanças e inovações no sistema financeiro global. Porém, no caso dos Estados Unidos da América, essas mudanças e inovações não foram acompanhadas de novas regulamentações visando a transparência do mercado e a segurança dos participantes.

Então, a partir da década de 1980, houve uma significativa tendência para o aumento da desregulamentação nos EUA. E isto aconteceu, porque havia o pensamento de que o mercado seria capaz de se autorregular e de que o Estado causaria uma retração no crescimento econômico. Adicionalmente, nessa mesma década, durante o mandato de Ronald Reagan, foram aprovadas duas medidas que marcaram o início do desmonte das bases da regulamentação financeira e da política econômica que foram criadas após a crise de 1929: *Deregulation and Monetary Control Act* de 1980 e o *Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982*. As medidas atuaram na redução da alíquota de recolhimento compulsório sobre depósitos, permitiram a ampliação de opções de instrumentos de captação e de aplicações e tornavam possível que os bancos pudessem fornecer empréstimos hipotecários a taxas ajustáveis.

Somando-se ao governo de Ronald Reagan, na década de 1990 tivemos Bill Clinton como presidentes do EUA. Durante seu mandato, foram aprovadas medidas que visavam também o afrouxamento da regulamentação do sistema financeiro. A principal medida aprovada foi o *Gramm-Leach-Bliley Act* em 1999. Essa lei teve como objetivo revogar a Glass Steagal Act – lei que havia sido aprovada após a crise de 1929 e separava bancos comerciais de banco de investimentos. Além disso, também permitiu que fosse possível a fusão entre bancos, corretoras e seguradoras. Algo que futuramente contribuiu para uma maior concentração do capital e elevação do risco sistêmico.

Ainda durante o governo de Clinton, também é possível destacar a lei *Commodity Futures Modernization Act of 2000* que, dentre seus objetivos, definiu a responsabilidade regulatória da SEC e da CFTC. E, conseqüentemente, resultou na falta de regulamentação

para determinadas operações de swap (TYMOIGNE, 2009, p. 4-5) – dessa forma, certos produtos financeiros acabaram ficando sem uma regulação por agências federais.

Seguindo a trilha de desregulamentação financeira iniciada por seus antecessores, George W. Bush também seguiu o mesmo caminho durante seu mandato. Neste período, foi criado pela SEC o do *Consolidated Supervised Entities Program* com o objetivo de criar uma regulação voluntária. Adicionalmente, também permitiu que as *Big Five* pudessem aumentar a alavancagem com menos capital em reserva.

Dessa forma, é possível notar um movimento político caminhando para o aumento da desregulamentação no sistema financeiro e esse movimento foi a todo momento acompanhado de fortes pressões de participantes do mercado financeiro. Houve quem tentou apontar os problemas que poderiam ser gerados pela falta de regulamentação em um mercado em expansão – por exemplo, a Brooksley Born, presidente da CFTC entre o período de 1996 e 1999. Mas, as autoridades do governo optaram por entrar em desacordo e manter o discurso de que o mercado se autorregularia.

Conforme visto, Born afirmou que houve uma forte oposição dos grandes *dealers* de OTC à regulamentação e que eles tinham grande força política. Para estes dealers era interessante a falta de uma regulamentação mais eficaz, porque o ambiente que estava de desenvolvendo era favorável a eles, por maior que fosse o risco.

Então, quando o cenário financeiro começou a sofrer alterações, foi possível acompanhar o desenvolvimento de uma crise complexa, que envolvia diversos setores diferentes da economia e que abalou fortemente as estruturas da economia norte-americana e causou impactos no mundo inteiro. Parte dos impactos causados poderiam ter sido evitados se houvesse uma regulamentação mais eficaz e atenção por parte das autoridades americanas que deveriam regulamentar o mercado financeiro. Muitas inovações foram criadas e estas não foram acompanhadas de transparência e regras.

Conforme observado por Born em relação aos derivativos:

What we found in terms of over-the-counter derivatives was that allowing this enormous unregulated market to grow without oversight or regulation led to substantial financial systemic risk and contributed to the magnitude of the crisis. The market was not transparent. It was highly leveraged. There was excessive speculation. It created interconnections between systemically important financial institutions that had the effect of allowing losses to cascade through the system.

Somando-se a isso, Bresser-Pereira (2010, p. 52) também pontua e reforça que a falta de regulamentação foi a principal causa da crise do subprime em 2008:

“(…) a crise foi causada pela desregulação dos mercados financeiros e pela especulação selvagem que essa desregulação permitiu. A desregulação foi o fato histórico novo que abriu as portas para a crise”

Adicionalmente, Bresser-Pereira lista como causas imediatas da crise – “(…) más avaliações de crédito, uso descontrolado de alavancagem, inovações financeiras mal compreendidas, um sistema falho de classificação de risco ou rating e práticas de remuneração com bônus altamente agressivas que incentivavam a tomada de riscos e os ganhos no curto prazo”. Para ele, todas essas causas foram resultados da desregulamentação dos mercado financeiros e da decisão de não regular novos produtos (dando destaque para a securitização e os derivativos).

A crise do subprime nos ensinou diversas lições ao se analisar seus antecedentes, seu desenvolvimento e suas consequências. É importante destacar a lição de que regulamentações são importantes e não necessariamente são causadoras de atrasos no desenvolvimento de uma economia ou sistema financeiro. É importante haver regras e transparência no sistema financeiro, tanto para a saúde das instituições financeiras e um maior controle de risco sistêmico, quanto para proteção de investidores – não só em seus investimentos, mas também para evitar a falência de grandes bancos, porque isto causa um efeito em cadeia, o sistema financeiro é uma rede extremamente complexa e conectada. A quebra de um banco pode significar a quebra de diversos outros bancos, fundos, corretoras, empresas e etc. Além disso, algo que também aprendemos com a crise do subprime ao acompanharmos a falência do Lehman Brothers é que nenhum banco ou instituição financeira é “*too big to fail*”.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Reforma financeira norte-americana: A Lei Dodd-Frank*. Rio de Janeiro, 2011.

ARIENTI, Patrícia F. F.; INÁCIO, Janypher Marcela. *Instabilidade, desregulamentação financeira e a crise do sistema financeiro atual*. Cadernos Cedec, nº 90 (Edição especial Cedec/INCT-INEU), Nov. 2010.

BARROS, Ivan Marinho de & Schincariol, Vitor Eduardo. “*A Regulação dos Mercados Financeiros nos Estados Unidos Entre 1980 e 2010*”. In: *62ª Reunião Anual da SBPC*. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade / FEAC – UFAL, Natal, Rio Grande do Norte, 2010.

BELLUZZO, Luis Gonzaga de Mello. “*O Declínio de Bretton Woods e a Emergência dos Mercado ‘Globalizados’*”. In: *Economia e Sociedade*, v.4, p. 11-20. Campinas: Revista do Instituto de Economia da Unicamp, 1995.

BORTOLANI, Sergio. *A Evolução do Sistema Monetário Internacional*. Lisboa: Edições 70, 1981.

BRESSER-PEREIRA, Luiz C. *A crise financeira global e depois: um novo capitalismo?*. Novos Estudos, nº 86, março 2010.

CAGNIN, Rafael Fagundes. *Inovações financeiras e institucionais do sistema de financiamento residencial americano*. Revista de Economia Política, 29 (3), 2009.

CARVALHO, Carlos Eduardo & CORTEZ, Ana Claudia & CUNHA, Patrícia Helena F. & FORNER, Clarissa Nascimento. “*O período de 1981 a 1985 do governo Reagan e o processo de consolidação dos EUA como principal potência mundial*”. In: *Revista Oikos*, v.21 | N. 1, pp. 2-3, 2022.

CARVALHO, Fernando Cardim de. *Bretton Woods aos 60 anos*. Novos Estudos CEBRAP, São Paulo, n.70, p. 51-63, nov. 2004.

CFTC ISSUES CONCEPT RELEASE CONCERNING OVER-THE-COUNTER DERIVATIVES MARKET, 1998. Disponível em: <https://www.cftc.gov/sites/default/files/opa/press98/opa4142-98.htm>.

CFTC, *Testimony of Brooksley Born, Chairperson Commodity Futures Trading Commission Concerning the Over-The-Counter Derivatives Market Before the U.S. Senate Committee on Agriculture, Nutrition and Forestry*, 1998. Disponível em: [Testimony Of Brooksley Born \(cftc.gov\)](https://www.cftc.gov/sites/default/files/opa/press98/opa4142-98.htm).

CINTRA, Marcos Antonio Macedo. *As Transformações na Estrutura do Sistema Financeiro dos Estados Unidos: a Montagem de um Novo Regime Monetário-financeiro (1980-1995)*. Tese (Doutorado) – Campinas, São Paulo: Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, 1997

COMBAT, Flávio. *A crise do sistema de Bretton Woods: considerações sobre o papel do dólar na hierarquia monetária internacional*. In: *Revista Estudos Políticos: a publicação*

semestral do Laboratório de Estudos Hum(e)anos (UFF). Rio de Janeiro, Vol.10 | N.2, pp. 245- 265, 2019.

CORAZZA, Gentil. “*Globalização Financeira – a utopia do mercado e a reinvenção da política*”

CÔRREA, V.P. *A Estrutura de Financiamento Brasileira e a Oferta de Financiamento de Longo Prazo ao Investimento*. Tese de Doutorado, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, p.1-86,1996.

CUARESMA, Jolina C. *The Gramm-Leach-Bliley Act*. In: Berkeley Technology Law Journal & Berkeley Center for Law and Technology, 2002.

DATHEIN, Ricardo. *De Bretton Woods à Globalização Financeira: Evolução, Crise e Perspectivas do Sistema Financeiro Internacional*, 2017.

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

FERGUSON, C.(Diretor) & Marrs, A. (Produtor). *Inside Job* [Motion picture on DVD]. United States: Sony Pictures Classics, 2010.

GARCIA, Gillian. *Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982*. In: Federal Reserve History, 2013.

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.

GUTTMANN, Robert. *As Mutações do Capital Financeiro*. In: CHESNAIS, F. (coord.). *A Mundialização Financeira: Gênese, Custos e Riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.

GUTTMANN, Robert. *How Credit-Money Shapes the Economy. The United States in a Global System*. New York: M. E. Sharp, 1994

HERMANN, J. “*Da Liberalização a Crise Financeira Norte-Americana: A Morte Anunciada Chega ao Paraíso*”. In: Associação Keynesiana Brasileira. Dossiê da Crise. 2008.

INÁCIO, Janypher Marcela. *Instabilidade, Desregulamentação Financeira e a Crise do Sistema Financeiro Atual: uma Análise a Partir de Minsky*. Florianópolis, 2009.

IPEA. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Carta de Conjuntura, n. 5. Brasília, dezembro de 2008.

ISENBERG, D. *Deregulation*. In: Arestis, P. & Sawyer, M. *A Handbook of Alternative Monetary Economics*. Sl: Edward Elgar, 2006.

JOURNAL OF FINANCIAL CRISES, *Lessons Learned: Brooksley Born*, 2022. Disponível em: [Journal of Financial Crises | Yale University](https://www.yale.edu/journal-of-financial-crises)

JUNIOR, Gilberto Rodrigues Borça & FILHO, Ernani Teixeira Torres. *Analisando a Crise do Subprime*. In: Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V.15, n. 30, p. 129-159, dez. 2008.

- JUNIOR, Gilberto Rodrigues Borça & FILHO, Ernani Teixeira Torres. *Crise coloca em xeque ciclo de expansão do mercado financeiro internacional*. In: BNDES – Visão de Desenvolvimento, 14 mai 2009, n. 64.
- KRUGMAN, Paul R. & OBSTFELD, Maurice. *Economia Internacional: Teoria e Prática*. 5 ed. São Paulo: Makron Books, 2001.
- KRUGMAN, Paul R. *Reagan Did It*. In: The New York Times, 31 de Maio, 2009.
- LAVAGETTI, Livio. *Notas sobre a Ordem Econômica Mundial: 1944-1979*. In: *Revista de Economia Política e História Econômica*, n.1, set. 2004.
- LICHTENSZTEJN, Samuel & BAER, Monica. *Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial. Estratégias e Políticas do Poder Financeiro*. Tradução de Nathan Giraldi. São Paulo: Editora Brasiliense, 1987.
- 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.
- MATTOS, Olívia Maria Bullio. *Discricionariedade e Mandato de Bancos Centrais em Contexto de Desregulamentação Financeira: O caso do Federal Reserve na Crise de 2007 a 2009*. São Paulo, 2010.
- MAUES, Julia. *Banking Act of 1933 (Glass-Steagall)*. In: Federal Reserve History, 2013.
- MINSKY, Hyman P. *Securitization*, Handout Econ 335A, Fall 1987, mimeo, in Levy archives
- MOFFITT, Michael. *O Dinheiro do Mundo: de Bretton Woods à Beira da Insolvência*. Tradução de Lucas Azevedo Assunção. 2 ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.
- PANICO, Carlo & PINTO, Antonio & ANYUL, Martín P. & SUAREZ, Marta Vazquez. *The evolution of financial regulation before and after the crisis*. *Revista Econômica - Niterói*, v.15, n. 1, p. 9-40 junho 2013.
- POMBAL, Claudia Simone Azevedo. *Derivativos, Alavancagem e Crise de 2008*. Mestrado em Administração – FGV, Rio de Janeiro, 2010.
- SAMUELSON, Paul. *O sistema Monetário Internacional*. Rio de Janeiro: Biblioteca Salvat de Grandes Temas – Livros GT, 1979, p.60.
- SAUL, Nestor. *Euromercados*. Porto Alegre: Ed. Ortiz, 1991.
- SILVA, Paulo Roberto da. *Origem e Desenvolvimento do Sistema Financeiro Internacional: do Padrão-ouro à Crise de 2008*. Mestrado em Economia Política – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2010.
- SINGER, Paul. *O Capitalismo: sua Evolução, sua Lógica e sua Dinâmica*. (Coleção Polêmica). São Paulo: Ed. Moderna, 1993.
- SOLOMON, Robert. *O Sistema Monetário Internacional 1945-1976*. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1979.

SOUZA, MARIA LÍVIA REIS FERNANDES de. *Mudanças Regulatórias no Sistema Financeiro Norte- Americano: Do Dodd Frank Act ao Economic Growth and Regulatory Relief Act*. Mestrado em Economia da Indústria e da Tecnologia – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2020.

STRANGE, Susan. *Mad Money: When Markets Outgrow Governments*. Ann Arbor: The University of Michigan Press, 1998, p. 212.

THE CONNETICUT GENERAL ASSEMBLY, *Federal Interstate Banking Legislation and its Effect on Connecticut Banks*, 1994. Disponível em: <https://www.cga.ct.gov/PS94/rpt/olr/htm/94-R-0878.htm>.

THE FEDERAL RESERVE BOARD, Testimony of Chairman Alan Greenspan, 1998. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/1998/19980724.htm>.

THE WHITE HOUSE, *Remarks by the President on Financial Reform*. 21 de Janeiro de 2010. Disponível em: <https://obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/remarks-president-financial-reform>.

THIELE, Roberto. *Derivativos, Heróis ou Vilões do Mercado Financeiro*. Porto Alegre, 2009.

TORRES F., Ernani T.; BORÇA JR., Gilberto R. *Analisando a Crise do Subprime*. In: Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V.15, n.30, p 129-159, dez. 2008.

TORRES F., Ernani T.; BORÇA JR., Gilberto R. *As Origens e Desdobramentos da Crise do Subprime*. In: Ensaio sobre economia financeira. Rio de Janeiro. PP. 287-318. 2009.

TRADING ECONOMICS, Dívidas das Famílias em % do PIB, setembro de 2022. Disponível em: <https://pt.tradingeconomics.com/united-states/households-debt-to-gdp>. Acesso em: outubro de 2022.

TYMOIGNE, Éric. *Securitization, Deregulation, Economic Stability, and Financial Crisis, Part I The Evolution of Securitization*. Working Paper N° 573.1. The Levy Economics Institute of Bard College California State University, Fresno, 2009.

URPIA, Arthur G. B. da Cruz. *O Sistema Financeiro dos EUA: da Glass-Steagall à Lei do Dodd-Frank*. Dissertação (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2015.

U.S. DEPARTMENT OF TREASURY, *About TARP*. Disponível em: <https://home.treasury.gov/data/troubled-assets-relief-program/about-tarp>

U.S. DEPARTMENT OF TREASURY, *Joint Statement by Treasury Secretary Robert E. Rubin, Federal Reserve Board Chairman Alan Greenspan and Securities and Exchange Commission Chairman Arthur Levitt*, 1998. Disponível em: <https://home.treasury.gov/news/press-releases/rr2426>.

U.S. SECURITIES EXCHANGE COMISSION, *Chairman Cox Announces End of Consolidated Supervised Entities Program*, 2008. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/press/2008/2008-230.htm>.

U.S. SECURITIES EXCHANGE COMMISSION, *Testimony of Chairman Arthur Levitt*, 1998. Disponível em: [SEC Testimony: A. Levitt re OTC Derivatives Market etc.](#)

USA – UNITED STATES OF AMERICA. *Dodd-Frank wall street reform and consumer protection act, public law 111-203-july 21, 2010*. Washington, 2010. Disponível em: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/content-detail.html>.

WASHINGTON POST, *What Went Wrong*, 2008. Disponível em: https://www.sas.upenn.edu/~egme/econ252/news_files/what%20went%20wrong.pdf

WRAY, L. Randall. *Money manager capitalism and the global financial crisis*. In: *Revista Oikos*, v.8 | N. 1, pp. 18-23, 2009.

WU, Renyu. *How Incentives Contributed to the Great Recession?* In: The Pennsylvania State University, Department of Finance, 2017, p. 11.

YALE SCHOOL OF MANAGEMENT PROGRAM ON FINANCIAL STABILITY, *Lessons Learned Oral History Project Interview*, 2021. Disponível em: https://ypfsresourcelibrary.blob.core.windows.net/fcic/YPFS/Web_ready_YPFS_Transcript-final_7-14-22.pdf.