

**INSTABILIDADE, DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA E A
CRISE DO SISTEMA FINANCEIRO ATUAL***

**Cadernos Cedec, nº 90
(Edição Especial Cedec/INCT-INEU)
Novembro de 2010**

Patricia Fonseca Ferreira Arienti
Janypher Marcela Inácio*****

* Esta publicação contou com o apoio financeiro do CNPq, através do Programa INCTs (Institutos Nacionais de Ciência e Tecnologia) (Processo nº 573860/2008-4), e da FAPESP (Processo nº 2008/57710-1).

** Professora dos cursos de Relações Internacionais e Ciências Econômicas do Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, e pesquisadora do INCT-INEU.

*** Economista formada pela Universidade Federal de Santa Catarina.

CADERNOS CEDEC/INCT-INEU Nº 90

CONSELHO EDITORIAL DOS CADERNOS

Adrián Gurza Lavalle, Alvaro de Vita, Amélia Cohn, Brasílio Sallum Jr., Cicero Araujo, Elide Rugai Bastos, Gabriel Cohn, Leôncio Martins Rodrigues Netto, Marco Aurélio Garcia, Miguel Chaia, Paulo Eduardo Elias, Sebastião C. Velasco e Cruz, Tullo Vigevani

DIRETORIA

Presidente: Sebastião C. Velasco e Cruz

Diretor-tesoureiro: Reginaldo Moraes

Diretor-secretário: Maria Inês Barreto

Cadernos Cedec
Centro de Estudos de Cultura Contemporânea
São Paulo: Cedec, nov. 2010

Periodicidade: Irregular

ISSN: 0101-7780

APRESENTAÇÃO

Os *Cadernos Cedec* têm como objetivo a divulgação dos resultados das pesquisas e reflexões desenvolvidas na instituição.

As atividades do Cedec incluem projetos de pesquisa, seminários, encontros e *workshops*, uma linha de publicações em que se destaca a revista *Lua Nova*, e a promoção de eventos em conjunto com fundações culturais, órgãos públicos como o Memorial da América Latina, e centros de pesquisa e universidades como a USP, com a qual mantém convênio de cooperação.

O desenvolvimento desse conjunto de atividades consoante os seus compromissos de origem com a cidadania, a democracia e a esfera pública confere ao Cedec um perfil institucional que o qualifica como interlocutor de múltiplos segmentos da sociedade, de setores da administração pública em todos os níveis, de parlamentares e dirigentes políticos, do mundo acadêmico e da comunidade científica.

O que é o INCT-INEU?

O Instituto Nacional de Ciência e Tecnologia para Estudos sobre os Estados Unidos está voltado precipuamente à análise das relações exteriores do Estado norte-americano. Dada a centralidade desse país no sistema mundial, o escopo do Instituto é bastante amplo. Como os Estados Unidos há muito definem seus interesses em perspectiva global e desde a Segunda Guerra os perseguem de forma consequente nesse âmbito, o trabalho do Instituto envolve consideração dos regimes internacionais e dos contextos regionais em que se exerce a ação do Estado norte-americano.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	<u>666</u>
2. A REESTRUTURAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL E O PAPEL DOS ESTADOS UNIDOS.....	<u>777</u>
2.1. INTRODUÇÃO.....	<u>777</u>
2.2. A DESREGULAMENTAÇÃO DO SETOR FINANCEIRO.....	<u>999</u>
2.3. A SECURITIZAÇÃO E OS NOVOS PRODUTOS FINANCEIROS.....	<u>111111</u>
2.4. OS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS.....	<u>151515</u>
3. DA DESREGULAMENTAÇÃO E SECURITIZAÇÃO DO MERCADO IMOBILIÁRIO NORTE-AMERICANO À CRISE <i>SUBPRIME</i>.....	<u>161616</u>
4. CONCLUSÃO.....	<u>212121</u>
5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	<u>222222</u>

RESUMO

O desenho do atual sistema financeiro internacional foi sendo delineado a partir das respostas dadas pelo sistema financeiro norte-americano à instabilidade financeira e econômica da década de 1970, alavancando o processo de financeirização da riqueza. A crise *subprime* do mercado imobiliário norte-americano ocorre num segmento do setor financeiro dos Estados Unidos marcado pela desregulamentação, securitização e pela proliferação de produtos financeiros complexos. Esse contexto estimulou a especulação e permitiu ao mercado subestimar os riscos e precificar mal os seus ativos. As causas da crise *subprime* encontram-se, portanto, no *modus operandus* da financeirização da riqueza, ou seja, na lógica especulativa que toma conta dos agentes a partir da liberalização financeira.

Palavras-chave: Sistema financeiro norte-americano; securitização; crise financeira

ABSTRACT

The design of the current international financial system was being outlined from the answers given by the U.S. financial system to financial and economic instability of the 1970s, initiating the process of financialization of wealth. The subprime crisis in U.S. real state market happens in a part of the U.S. financial sector marked by deregulation, securitization and the proliferation of complex financial products. This context has encouraged speculation and allowed the market to underestimate the risks and badly price their assets. The causes of the subprime crisis are found thus, on the *modus operandus* of the wealth financialization, in other words, in the speculative logic that takes over the agents from financial liberalization.

Keywords: U.S. financial system; securitization; financial crisis

1. INTRODUÇÃO

O processo de reestruturação do setor financeiro dos Estados Unidos, baseado fundamentalmente na liberalização financeira a partir da década de 1980, está intimamente associado às políticas macroeconômicas adotadas pelo país como resposta à instabilidade financeira, causada tanto pelo enfraquecimento do papel do dólar, quanto pela crise do sistema de crédito internacional (dívida externa).

A liberalização do sistema financeiro dos Estados Unidos se impôs ao resto do mundo, espalhando-se pelos sistemas financeiros domésticos de diversos países, uma vez que, a partir do Acordo de *Bretton Woods*, quando o dólar passou a sancionar sua posição hegemônica dentro do sistema monetário internacional como moeda de reserva internacional, a configuração do sistema financeiro internacional encontra-se intimamente ligada aos rumos da política macroeconômica norte-americana.

O desenho do atual sistema financeiro internacional, ancorado na desregulamentação, no processo de securitização das dívidas públicas e privadas, nos derivativos financeiros, e na expansão dos investidores institucionais (fundos de pensão, fundos mútuos, companhias de seguro), portanto, foi sendo delineado a partir das respostas dadas pelo sistema financeiro norte-americano à instabilidade financeira e econômica da década de 1970, alavancando o processo de globalização financeira. De fato, de acordo com Carneiro (2002), a globalização financeira é a resultante da interação entre dois movimentos básicos: no plano doméstico, da progressiva liberalização financeira e, no plano internacional, da crescente mobilidade de capitais.

Uma das principais consequências da liberalização financeira tem sido a consolidação do ambiente de financeirização da riqueza, entendida como uma norma de ação que modifica o comportamento dos vários agentes econômicos, sejam eles empresas, famílias ou instituições financeiras, cuja lógica de investimento se transforma e adquire um caráter especulativo, de tal forma que, quanto mais aprofundada a liberalização, mais a lógica especulativa¹ toma conta dos agentes (Carneiro, 2002). Em outras palavras, “com mercados amplos e líquidos, o objetivo de qualquer investimento não é o de adquirir ativos que possam produzir um fluxo de rendimentos que, capitalizados à taxa de juros corrente, superem o valor desembolsado. Essa diferença entre preço de compra e valor de mercado é determinada pela variação de curto prazo no mercado desses ativos que, no mais das vezes, ocorre de maneira independente da evolução dos fundamentos” (Carneiro, 2002, p. 228).

A partir da década de 1970, o processo de liberalização financeira atingiu o mercado imobiliário norte-americano de tal forma que, nos anos 90, esse setor já apresentava um elevado grau de desregulamentação, assim como a predominância da securitização e da utilização de novos produtos financeiros como formas de reduzir os riscos na ampliação dos ganhos recebidos. A crise *subprime* do mercado imobiliário

¹ Por especulação financeira, entende-se o processo de compra/venda de ativos financeiros (títulos de crédito e direitos de contratos financeiros) buscando obter ganhos com mudanças esperadas dos preços ou rendimentos desses ativos.

norte-americano ocorre, portanto, num segmento do setor financeiro dos Estados Unidos marcado pela desregulamentação, securitização e pela proliferação de produtos financeiros complexos. Esse contexto estimulou a especulação e permitiu ao mercado subestimar os riscos e precificar mal os seus ativos.

As causas da crise *subprime* encontram-se, portanto, no *modus operandus* da financeirização da riqueza, ou seja, na lógica especulativa que toma conta dos agentes a partir da liberalização financeira. Dessa forma, a crise *subprime* não pode ser avaliada como uma crise financeira internacional apenas porque foi gerada no mercado imobiliário norte-americano e espalhou-se, devido à globalização financeira, por praças financeiras de outros países (entre as quais, as praças mais fortes). O objetivo deste trabalho é ressaltar que a crise *subprime* é uma crise financeira internacional, principalmente porque reflete o *modus operandus* do atual sistema financeiro internacional, revelando os limites de seu funcionamento.

A próxima seção busca relacionar as principais características do atual sistema financeiro internacional e o processo de reestruturação financeira que ocorre nos Estados Unidos a partir dos anos 80, ressaltando o caráter especulativo desse arranjo. Em seguida, busca-se mostrar que as características atuais do mercado imobiliário dos Estados Unidos assemelham-se ao arranjo financeiro internacional. Dessa forma, a crise *subprime* reflete o potencial para crises existentes nesse arranjo. Na última seção são feitas algumas considerações finais.

2. A REESTRUTURAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL E O PAPEL DOS ESTADOS UNIDOS

2.1. Introdução

A partir do Acordo de *Bretton Woods*, quando o dólar passa a sancionar sua posição hegemônica dentro do sistema monetário internacional como moeda de reserva internacional, a configuração do sistema financeiro internacional encontra-se intimamente ligada aos rumos da política macroeconômica norte-americana.

Dessa forma, o atual arranjo financeiro internacional, baseado na desregulamentação, no processo de securitização das dívidas públicas e privadas, nos derivativos financeiros, e na expansão dos investidores institucionais foi sendo delineado a partir das respostas dadas pelo sistema financeiro norte-americano à instabilidade financeira e econômica da década de 1970.

No final dos anos 1970, temendo que o dólar perdesse seu papel de moeda reserva internacional, o governo norte-americano adotou uma política monetária contracionista, com o objetivo de manter o dólar como principal moeda de circulação internacional. A opção por forçar o financiamento do Tesouro através da colocação de títulos também contribuiu para a sustentação das elevadas taxas de juros do período. Como consequência da subida acelerada dos juros norte-americanos, a liquidez internacional sofreu uma drástica redução, levando toda a economia mundial a enfrentar um período de profunda recessão (1981-82). O contexto recessivo, por sua vez, afetou pesadamente os agentes produtivos que haviam se endividado junto aos bancos privados ao longo da década de

1970, tanto nos países industrializados, especialmente nos EUA, como nos países em desenvolvimento. O impacto negativo sobre estes agentes, por sua vez, fragilizou o sistema financeiro mundial. A fragilização financeira afetou especialmente os grandes bancos comerciais norte-americanos, que haviam sido os mais ativos na intermediação financeira nos anos 1970. A política de elevação da taxa de juros nos Estados Unidos levou a uma ruptura no padrão de financiamento corrente dos países em desenvolvimento e dos setores fragilizados. Essa ruptura, associada ao encarecimento dos recursos e à deterioração significativa das relações de troca, determinou profundas crises cambiais nos países em desenvolvimento, culminando com a moratória mexicana de 1982.

A escalada das taxas de juros norte-americana e a crise da dívida externa evidenciavam a fragilidade a que estavam expostos os bancos comerciais internacionais. Diante da ameaça de uma possível crise sistêmica, procurou-se fortalecer a posição dos bancos. Desta forma, o sistema bancário elevou os *spreads* com o objetivo de fazer frente ao crescente risco, enquanto que os bancos centrais dos países industrializados, especialmente depois de 1982, tornaram-se mais exigentes em termos de capitalização e reservas de contingências dos bancos. Se, por um lado, esta política era necessária para enfrentar a extrema fragilidade dos bancos internacionais, por outro elevou o custo dos recursos obtidos junto ao sistema bancário, o que acirrou a concorrência entre instituições bancárias e não bancárias na captura dos tomadores de empréstimos de primeira linha.

Ao longo desse processo, a distinção entre as instituições financeiras foi diminuindo cada vez mais, com vantagens para as instituições não bancárias, que tinham seus ativos menos comprometidos, além de menores restrições, o que implicava menores custos.

A rígida política monetária implementada pelos EUA intensificou as flutuações das taxas de câmbio e de juros, causando um grau de instabilidade até então desconhecido nos mercados financeiros. Nas palavras de Belluzzo (1995, p.16):

Durante os anos 80, a economia mundial foi afetada por flutuações amplas nas taxas de câmbio das moedas que comandam as três zonas monetárias (dólar, iene e marco). Estas flutuações nas taxas de câmbio foram acompanhadas por uma extrema volatilidade das taxas de juros. Na verdade, as flutuações das taxas de câmbio, supostamente destinadas a corrigir desequilíbrios do balanço de pagamentos e dar maior autonomia às políticas domésticas, foram desestabilizadoras. Isto porque a crescente mobilidade dos capitais de curto prazo obrigou a seguidas intervenções na política monetária, determinando oscilações entre taxas de juros das diversas moedas e criando severas restrições à ação política fiscal.

Diante do impacto negativo que a política restritiva norte-americana exerceu no sistema financeiro como um todo, e diante da ameaça de um elevado risco sistêmico, o governo norte-americano, a partir do final de 1982, começou a adotar uma trajetória expansionista, ancorada nos dois grandes déficits norte-americanos: o crescimento da dívida pública, crescentemente financiada por capitais externos, e o déficit na balança de transações correntes, financiado através da entrada líquida de capitais externos. Uma vez que o peso da dívida pública se tornava crescente, o Tesouro americano não pôde mais contar exclusivamente com os investidores nacionais para adquirir os títulos públicos

nacionais, apelando, então, aos investidores internacionais, em particular aos investidores institucionais. “Isso significa que os Estados Unidos passaram a apelar aos investidores estrangeiros para cobrir uma necessidade de financiamento exterior causada pelo aumento do déficit orçamentário” (Plihon, 1996, p. 95).

Num contexto de elevação da taxa de juros e da valorização do dólar (1980-1985), a dívida interna americana passou a ser absorvida por investidores estrangeiros nos portfólios dos bancos e investidores institucionais internacionais. A adoção dessa estratégia converteu os Estados Unidos no principal devedor internacional a partir de 1986. O financiamento do duplo déficit norte-americano com influxo de capitais externos não apenas transformou os EUA de nação credora a nação devedora, como também ampliou significativamente os movimentos de capitais e o volume de transações nos mercados cambiais globalmente integrados. Além do aumento significativo na liquidez internacional, o endividamento substancial dos Estados Unidos, associado à crise da dívida externa, mudou abruptamente o modelo de fluxos internacionais de capitais. Dessa forma, ocorreu um sensível aumento do fluxo líquido de capitais em direção aos países centrais, em detrimento de uma significativa redução da participação dos países em desenvolvimento no mercado de crédito internacional.

Em suma, a dinâmica financeira dos Estados Unidos que se configurou ao longo da década de 1980 está intimamente associada a sua política macroeconômica, tanto na fase recessiva (1981-1982), que desencadeou a crise geral de endividamento e teve consequências sérias para os mercados financeiros de diversos países, como no subsequente ciclo expansivo (1984-1990), que foi amplamente financiado por capitais externos, tornando a economia norte-americana o principal polo absorvedor de capitais. Este contexto de instabilidade financeira, causada pela crise do sistema de crédito internacional (dívida externa) e pelas respostas dos Estados Unidos ao enfraquecimento do papel do dólar, criou as condições para as transformações na dinâmica do sistema financeiro. Dessa forma, a **desregulamentação**, a **securitização** e a presença dos **investidores institucionais** fizeram com que a atual dinâmica desse sistema em nada se assemelhe à de períodos anteriores.

O objetivo desta seção é mostrar como, a partir da década de 1970, a reestruturação do sistema financeiro dos Estados Unidos se impôs ao resto do mundo, espalhando-se pelos sistemas financeiros domésticos de diversos países. Embora iniciadas pelos Estados Unidos, as políticas de desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros domésticos foram rapidamente seguidas por vários países desenvolvidos ao longo da década de 1980, e pelos países em desenvolvimento ao longo da década de 1990. A desregulamentação dos mercados financeiros domésticos, associada ao processo de securitização e à consolidação dos investidores institucionais, alavancou o processo de globalização financeira.

2.2.A desregulamentação do setor financeiro

Após a Grande Depressão, e a fim de evitar a repetição da crise financeira, uma nova estrutura financeira e regulatória foi construída nos Estados Unidos. As principais características desse arranjo financeiro regulamentado eram a rígida separação entre bancos comerciais e os demais intermediários financeiros; o estabelecimento de tetos

para as taxas de juros e de controles quantitativos do crédito e controle dos ativos; o baixo grau de alavancagem permitido, e a existência de regulamentação ao movimento internacional de capitais (Belluzzo, 2005).

Durante as três décadas que se seguiram à Segunda Guerra Mundial, a existência desse regime financeiro regulamentado proporcionou um ambiente financeiro, tanto norte-americano como internacional, de relativa estabilidade. A partir dos anos 1970, no entanto, iniciou-se nos Estados Unidos um processo de desregulamentação do mercado financeiro doméstico. A desorganização do arranjo financeiro regulamentado e o início dos processos de desregulamentação financeira e de liberalização dos mercados financeiros e cambiais foram estimulados por diversos fenômenos.

Já no final dos anos 1960 e do início dos anos 1970, a aceleração inflacionária tornava insustentáveis os limites impostos às taxas de juros. Associada ao processo inflacionário, a liquidez de dólares, fruto do crescente déficit do balanço de pagamentos dos Estados Unidos, acabou por estimular a formação do euromercado e de praças financeiras desregulamentadas, dando origem a um processo de internacionalização do capital financeiro que posteriormente seria fortalecido pela reciclagem dos petrodólares nessas praças financeiras. Esse processo recebe um novo impulso com os empréstimos aos países do Terceiro Mundo, na segunda metade da década de 1960. Finalmente, a partir de 1973, com a substituição das taxas de câmbio fixas por taxas flutuantes, o processo de internacionalização financeira intensificou-se.

Nesse contexto de crescente inflação e do surgimento de praças financeiras desregulamentadas, a forte regulamentação financeira doméstica passa a ser questionada. O dilema torna-se ainda maior quando a crise da dívida externa causa deterioração na lucratividade dos bancos comerciais, acirrando e alterando as formas de concorrência bancária.

O processo de desregulamentação financeira dos EUA, iniciado já na década de 1970, ganha força em meados da década de 80, através da revogação da proibição aos bancos comerciais do pagamento de juros para os depósitos à vista e da permissão para que seus bancos contabilizassem separadamente as operações externas ou com não residentes nos Estados Unidos. Em 1990, a SEC Rule 144 A² permitiu o lançamento de ações, ADRs (*American Depositary Receipts*) ou *bonds* junto a investidores institucionais qualificados (Lima, 1997, pp. 21-22).

De modo geral, o processo de desregulamentação financeira acarretou também o desenvolvimento acelerado das instituições financeiras não bancárias, levando os bancos comerciais a abandonarem progressivamente suas funções tradicionais de captação e empréstimo; este fato não pode ser dissociado de outro, que ocorreu paralelo, no qual se acentuou o aumento da participação dos conceitos ampliados de oferta monetária (M3 e M4) em detrimento do M1 (Teixeira, 1993). Foi neste contexto que os fluxos financeiros

² Esta regra 144 A possui “uma importância especial para a colocação de papéis das empresas do grupo dos países protagonistas da crise da dívida de 1982”. É fato que, desde 1982, a SEC introduziu várias alterações por meio de regulamentos específicos que visavam reduzir os procedimentos burocráticos (Lima, 1997, p. 22).

de curto prazo expandiram-se consideravelmente, em detrimento do empréstimo de mais longo prazo fornecido pelos bancos internacionais na década de 1970.

A partir da década de 1980, vários países desenvolvidos iniciaram o processo de desregulamentação de seus mercados financeiros. Nos anos 1990, muitos países em desenvolvimento também começaram a promover a desregulamentação dos seus mercados financeiros domésticos de forma a permitir o retorno dos fluxos de capitais externos.

O processo de desregulamentação ou liberalização financeira doméstico foi acompanhado por um processo de desregulamentação do movimento internacional de capitais, eliminando também as restrições ao fluxo externo de capital financeiro. Esse processo constituiu-se, principalmente, da eliminação dos controles sobre movimentos de capitais entre fronteiras e dos limites máximos sobre taxas de juros, ampliando dessa forma a mobilidade internacional do capital. A crescente mobilidade de capitais desempenhou um papel fundamental na nova configuração do sistema financeiro internacional ao possibilitar a maior mobilidade dos fluxos de capital entre os diversos países e facilitar o acesso e a integração entre os sistemas financeiros dos países centrais.

2.3. A securitização e os novos produtos financeiros

A securitização caracteriza-se pela captação direta de recursos por parte dos investidores produtivos, através da colocação de papéis próprios, e consiste na transformação de uma dívida com certo credor em dívida com compradores de títulos originados no montante dessa dívida. Equivale a transformar empréstimos bancários e outros ativos em títulos (*securities*) para a venda a investidores, que passam a ser os novos credores da dívida.

A formação do mercado de securitização está intimamente relacionada à ampliação dos dois déficits – orçamentário e comercial – dos Estados Unidos, durante a década de 1980, uma vez que o déficit comercial americano é financiado através da colocação de títulos do Tesouro no mercado internacional. Segundo Belluzzo (1995, p. 16),

Na prática, a ampliação dos mercados de dívida pública constituíram a base sobre a qual se assentou o desenvolvimento do processo de securitização. Isto não apenas porque cresceu a participação dos títulos americanos na formação da riqueza financeira demandada pelos agentes privados americanos e de outros países, mas também porque os papéis do governo dos Estados Unidos são os produtos mais nobres e seguros dos mercados integrados. A persistência dos déficits públicos, não apenas nos Estados Unidos, mas também em alguns países mais desenvolvidos, financiados através de títulos de alta liquidez e baixo risco, ao oferecerem o lastro para a alavancagem das transações neste mercado, formaram a base fundamental para a formação do mercado de securitização.

A ampliação e a consolidação do mercado de securitização, no entanto, começaram a assumir importância maior através da emissão de títulos como forma de captação de recursos por parte dos agentes privados, o que ocorreu devido tanto à retomada dos investimentos produtivos nos países centrais em meados dos anos 1980, como à crise dos créditos sindicalizados outorgados aos países em desenvolvimento nos anos 1970,

causada pela crise da dívida externa³. A retomada dos investimentos por parte das grandes empresas, num contexto de elevado encarecimento do crédito bancário, estimulou o processo de desintermediação financeira, fator fundamental para a proliferação da alavancagem de crédito através de papéis emitidos pelas próprias empresas.

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

A desintermediação financeira se contrapõe à intermediação financeira, na qual a troca de recursos entre agentes superavitários e deficitários se dá através de contato direto entre eles. Neste caso, qualquer intervenção de agente financeiro se restringe à simples gestão da operação, não envolvendo a estrutura ativa/passiva da instituição financeira. Quanto maior o porte da empresa e mais elevado o custo da intermediação bancária, maior o incentivo para os tomadores de recursos apropriarem-se desta margem financeira. A consolidação do mercado de securitização tem lugar exatamente a partir de 1983-1984, quando ocorre a retomada do crescimento nos países desenvolvidos. “No período 1984-1986 a colocação líquida de títulos neste mercado foi praticamente equivalente ao fluxo de empréstimos bancários, sendo que, em 1985, chegou até a superá-lo em 28 bilhões de dólares” (Baer, 1990, p. 48).

A emissão de títulos, tanto públicos, com o objetivo de financiar o déficit público, como privados, emitidos pelas grandes empresas que procuram recursos no mercado financeiro internacional a um custo mais baixo do que nos mercados de capitais domésticos, terminou por substituir os empréstimos bancários, determinando a generalização e a supremacia dos mercados de capitais em substituição à dominância anterior do sistema de crédito comandado pelos bancos (Belluzzo, 1995). A crescente substituição dos empréstimos bancários pelos títulos negociáveis de emissão direta do tomador (*bonds* e outras *securities*) nos fluxos internacionais de crédito constitui uma das principais transformações ocorridas no sistema financeiro internacional nos anos 1980.

A intensificação de fusões e aquisições de empresas, públicas e privadas, em países como Estados Unidos, Grã-Bretanha, no final dos anos 1980, Japão e nos demais países europeus contribuiu para a ampliação do processo de securitização (Lima, 1997, pp. 34-36). De fato, um dos aspectos mais originais no processo de securitização é a expressiva participação dos bancos comerciais na aquisição, emissão e subscrição dos títulos de dívida direta. Ao buscarem novas fontes de receitas, os bancos transformaram-se em administradores, responsáveis pela colocação de títulos de empresas, por fusões e

³ Uma prática financeira introduzida pelo mercado de eurodólares foi a do **sindicato dos bancos**, uma reunião de bancos, sob a liderança de alguns poucos (normalmente dois ou três), que somam esforços para prover um grande empréstimo.

incorporações. Enfim, foram deixando de exercer suas funções típicas para se transformarem em bancos de negócios, concorrendo com as demais instituições financeiras pelos fundos, sem perder sua prerrogativa de criadores de moeda de crédito.

O processo de securitização também possibilitou que os bancos internacionais se reestruturassem após a crise provocada pelo endividamento dos países em desenvolvimento. Como os grandes emprestadores de recursos para os países endividados eram grandes bancos norte-americanos, como o *Citicorp* e o *Bank of America*, a securitização possibilitou aos bancos melhorarem seus ativos ao transformar em títulos negociáveis os ativos da dívida externa (Baer, 1990).

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

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

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

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

Para exemplificar melhor esse processo de transações (*asset-backed securities*), vejamos a seguinte situação: um tomador de recursos quer pegar um financiamento de uma quantia X. Escolhe então um ativo de sua propriedade para ser dado como garantia, por meio do mecanismo denominado *special purpose vehicle*. Esta operação é conduzida por um ou mais intermediário(s) financeiro(s); este(s), por sua vez, têm a função de emitir as *securities* no montante total do financiamento requerido e garantido por

determinado ativo escolhido pelo tomador, e de disponibilizar esses títulos para os investidores

A securitização implicou profundas alterações no funcionamento do sistema financeiro, pois permitiu a flexibilização na administração financeira e ampliou a capacidade de alavancagem de empresas que precisavam captar recursos visando ampliar, remodelar, privatizar ou até criar um novo negócio, por exemplo.

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

Sob um sistema de paridades cambiais flutuantes, com a ausência de uma moeda internacional confiável e frente a uma elevada mobilidade dos capitais financeiros, a instabilidade torna-se inevitável e permanente. É dentro deste cenário de incerteza que o mercado securitizado desenvolve um intenso processo de **criação de novos produtos financeiros**, que buscam proteger as aplicações contra a inflação e a grande variabilidade das taxas de juros e de câmbio. Assim, expandem-se dentro do mercado securitizado mecanismos de prevenção contra o risco de preços, ou seja, as operações no mercado de derivativos: operações a termos, a futuros, *swaps*, e opções. No entanto, se por um lado a proteção oferecida por este mercado permite que seus agentes se defendam dos riscos comerciais e macroeconômicos através do mecanismo de *hedge* (que se constitui numa proteção/seguro em relação às oscilações de valores), por outro, o próprio mecanismo de *hedge*, ao aumentar a segurança do aplicador, também facilita o processo especulativo, ampliando a volatilidade dos mercados de ativos. Coutinho (1996, pp. 222-223) observa que:

a grande magnitude das transações cambiais secundárias e o rápido desenvolvimento das técnicas de hedge ou de derivativos estão associados à grande volatilidade das taxas de câmbio, dentro do regime de taxas flutuantes ou de flutuação administrada que prevalece no sistema internacional desde meados dos anos 70. O crescimento dos derivativos foi, inicialmente, uma tentativa de neutralização dessa volatilidade, mas à medida que esta prática generalizou-se e seu volume tornou-se significativo, estas operações passaram a contribuir, elas mesmas, para instabilizar as paridades.

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

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

Assim, o pleno desenvolvimento da securitização só foi possível graças ao desenvolvimento paralelo dos mercados e de mecanismos de proteção de riscos contra a variação de preços dos ativos em diferentes moedas. Pode-se concluir que é precisamente a estreita relação entre a securitização e a ampla disponibilidade de mecanismos de transferência de risco que imprime atualmente a dinâmica aos mercados financeiros, que se caracterizam por uma extrema flexibilidade em termos de taxas de remuneração, prazos e moedas, gerando, em contrapartida, o aumento do processo especulativo.

Ressalte-se que a expansão de instrumentos como o *hedge* e o crescimento dos mercados de emissão e negociação direta de títulos da dívida só foram possíveis graças à desregulamentação financeira e à revolução nos sistemas de telecomunicações, de informação e de computadores.

A desregulamentação do sistema financeiro, o surgimento das *securities*, o processo de securitização, a desintermediação do sistema e o surgimento de novos produtos são processos que ocorrem interligados; de maneira geral, eles buscam o aumento dos retornos e a disseminação dos riscos. Neste novo ambiente, no qual o risco é praticamente eliminado, surge possibilidade de especular.

Finalmente, cabe ressaltar que a securitização e o desenvolvimento dos mecanismos de transferência de risco foram mudanças condizentes não somente com as necessidades dos captadores de recursos e dos próprios agentes financeiros, mas também com a alteração no comportamento dos poupadores. Diante da perda de credibilidade dos bancos, os detentores de poupança deslocaram-se para os mercados de títulos, sobretudo para aqueles com mercados secundários organizados, e para os sistemas de poupança programada: fundos de pensão, fundos mútuos, seguradoras etc. Com isso, assiste-se ao crescimento dos chamados investidores institucionais.

2.4. Os investidores institucionais

Os **investidores institucionais** procuraram diversificar seus ativos, principalmente através da compra de bônus emitidos no exterior. Assim, durante a década de 1980, ocorreu aumento generalizado da participação de entidades financeiras não-bancárias – como fundos de pensão, companhias de seguros e fundos de inversão – no financiamento dos desequilíbrios globais, especialmente os déficits internos e externos dos Estados Unidos (Coutinho, 1996).

Paralelamente à diversificação dos portfólios dos fundos de pensão e de companhias de seguro, a participação dos investidores institucionais nos sistemas e mercados de capitais cresceu significativamente em todos os países que, por sua vez, passaram a reter parcela significativa dos ativos externos. Assim, a magnitude dos recursos administrados por esses fundos tem o potencial de modificar substancialmente os sistemas financeiros de diversos países.

3. DA DESREGULAMENTAÇÃO E SECURITIZAÇÃO DO MERCADO IMOBILIÁRIO NORTE-AMERICANO À CRISE *SUBPRIME*

A partir da década de 1970, o processo de reestruturação financeira atingiu o mercado imobiliário norte-americano de tal forma que, nos anos 90, esse setor já apresentava um elevado grau de desregulamentação, assim como a predominância da securitização e da utilização de novos produtos financeiros como formas de reduzir os riscos na ampliação dos ganhos recebidos. A seção busca mostrar que a crise *subprime* do mercado imobiliário norte-americano ocorre, portanto, num segmento do setor financeiro dos Estados Unidos marcado pela desregulamentação, securitização e proliferação de produtos financeiros complexos. Esse contexto estimulou a especulação e permitiu ao mercado subestimar os riscos e precificar mal os seus ativos.

Da década de 1930 até a de 1980, o crédito habitacional norte-americano dependeu, essencialmente, das associações de poupança em empréstimo, as chamadas *Savings & Loans* (S&L).

Em 1932, visando ajudar as instituições que financiavam a aquisição de residências, o Congresso dos Estados Unidos criou o *Federal Home Loan Bank System*, supervisionado pelo *Home Loan Bank Board*, cuja principal função era prover liquidez às instituições membros, via empréstimos assegurados por hipotecas.

Na década de 1970, com a elevação das taxas de juros norte-americanas, muitos depositantes das *Savings & Loans* passaram a transferir seu dinheiro para fundos do mercado monetário em busca de uma maior rentabilidade, gerando assim perdas expressivas nos recursos disponíveis nas S&L. Nesse contexto, as instituições financeiras do setor, envolvidas com hipotecas de longo prazo e taxas fixas de juros, viram o valor dos créditos habitacionais cair abaixo do valor de face dos títulos, corroendo assim seu balanço.

Em 1978, na tentativa de resolver esse problema, as S&Ls da Califórnia (supervisionadas pelo governo federal) foram autorizadas a investir e emitir hipotecas com taxas de juros ajustáveis, as chamadas ARMs (*Adjustable Rate Mortgages*), objetivando eliminar as diferenças em relação às S&Ls estaduais. Em 1979, esta autorização se estendeu a todas as S&Ls federais.

No início dos anos 1980, com o objetivo de tornar as *Savings & Loans* mais atraentes para os depositantes, intensificou-se o processo de desregulamentação do setor. Em 1980, o Congresso aprovou o *Depository Institutions Desregulation and Monetary Control Act*, dando permissão às S&Ls para oferecer depósitos à vista, e removeu a Regulação Q, que estabelecia limites para as taxas de juros de contas de poupança. Estabeleceu-se também a ampliação, por parte do FSLIC – *Federal Savings and Loan Insurance Corporation*, do limite das coberturas, passando de 70% para 100% do montante dos recursos depositados, com teto de 100 mil dólares. Como estas medidas não foram suficientes para melhorar a situação financeira das S&Ls, em 1982 foi aprovado o Garn – *St. Germain Depository Institutions Act*, autorizando-as a emitirem cartões de crédito, operar no comércio de imóveis, realizar empréstimos comerciais, tomar dinheiro emprestado junto ao FED e pagar taxas de juros mais elevadas para os depósitos.

Tais medidas, ao reduzir o grau de regulamentação do setor imobiliário, resultaram numa maior liberdade para as S&Ls expandirem suas operações; elas passaram inclusive a atuar via *brokers*, que compravam fundos no mercado para recompor o balanço dessas associações.

Em 1985, apesar das medidas de desregulamentação, o setor entrou em crise com o colapso do *Home State Savings Bank* de Ohio. No período de 1986 a 1989, a FSLIC fechou ou interveio em 296 instituições. Entre 1980 e 1994, mais de 1.600 bancos garantidos pelo *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) foram fechados ou receberam assistência, resultando numa retração da construção residencial. De acordo com Gontijo & Oliveira (2009), o número de residências construídas reduziu de 1,8 milhão de unidades em 1986 para 1 milhão em 1991.

A partir de meados dos anos 1980, bancos e financeiras utilizaram-se de um intenso processo de securitização de hipotecas. O primeiro a fazer uso deste procedimento foi o Banco de Boston, em 1985, quando começou a utilizar créditos a hipotecar.

A operação de securitização de hipotecas ocorre quando a instituição de origem cria uma outra instituição denominada “veículo de finalidade específica” (SPV – *Specific-Purpose Vehicle*), que compra parte do portfólio da instituição, emitindo títulos lastreados nessa compra. Em outras palavras, a securitização de hipotecas ocorre quando uma instituição cria uma SPV, que compra parte das hipotecas dessa instituição (as MBSs – *Mortgage-Backed Securities*). Esses contratos de hipotecas, que prometem pagar uma determinada taxa de juros, são usados como base de um título financeiro cuja remuneração é baseada nos juros pagos pelo tomador da hipoteca. Assim, o título é vendido (para fundos de investimento, famílias, empresas com recursos disponíveis, bancos, entre outros).

Do ponto de vista do banco, a operação de securitização das hipotecas transfere o risco hipotecário para os investidores, pois os compradores do título, uma vez que não sabem quais hipotecas lhes servem de lastro, no geral não têm conhecimento preciso do risco que estão correndo. Além disso, a securitização das hipotecas remove as hipotecas dos balanços, praticando o que se chama de operações fora do balanço. Estas operações têm por objetivos fugir da regulamentação à qual estas instituições estão sujeitas e a obtenção de lucros maiores que os proporcionados pelos investimentos tradicionais (Carvalho, 2009).

Do ponto de vista dos investidores, os benefícios concentram-se na diversificação da carteira proporcionada pelo investimento nestes ativos e na expectativa de retornos mais elevados (Gontijo & Oliveira, 2009).

De modo geral, títulos com elevado grau de investimento atraem mais investidores. Assim, a SPV recebe garantias de uma instituição financeira – o próprio banco de origem (a Ginnie Mae, por exemplo) – e, com esta garantia, é muito mais fácil a obtenção do grau de investimento adequado junto às agências classificadoras de risco (Gontijo & Oliveira, 2009, p. 32).

Além disso, a utilização do artifício da cobrança de baixas taxas de juros nos primeiros anos do empréstimo, aumentando-as num período seguinte, acabou por persuadir os indivíduos a tomarem esses empréstimos.

Esse novo contexto do setor imobiliário, desregulamentado, securitizado, com maior possibilidade de investimentos diferenciados, favoreceu a ampliação da especulação no setor. Agentes que já possuíam hipotecas passaram a adquirir uma segunda e até uma terceira hipoteca, em grande parte para aproveitar as taxas de juros baixas no início do empréstimo a fim de investir o recurso em um produto financeiro mais lucrativo.

A estabilidade alcançada no começo da década de 1990 nos Estados Unidos, a crescente desregulamentação e a possibilidade de especulação despertaram o interesse dos bancos e das financeiras em obter maiores lucros, levando à exploração de um mercado até então inexplorado, o mercado *subprime*. Este mercado era muito atrativo, não apenas por ser um mercado potencial de grande porte, mas também por apresentar uma lucratividade mais elevada; por ser mais arriscado, tendia a remunerar com taxas mais elevadas que o mercado *prime*⁴.

O mercado *subprime* foi formado pelos tomadores de empréstimo que não tinham renda comprovada e emprego fixo, não tendo, assim, como dar garantias às instituições financeiras de que o risco implicado era aceitável. Como o contexto era de abundância de capital financeiro e de um mercado habitacional em crescimento, muitas famílias recorreram a esse tipo de crédito.

A utilização de modelos estatísticos de análise de crédito deu o suporte teórico necessário para a consolidação do mercado *subprime*. Esses modelos, ao evitar a análise subjetiva do setor bancário envolvido no consentimento do crédito, levavam em consideração apenas informações quantitativas (e séries temporais), que permitiam calcular a probabilidade de sucesso de um empréstimo se tudo se mantivesse constante, ou seja, se a situação presente permanecesse. O contexto econômico norte-americano nesse período, de final dos anos 1980 até meados de 2006, apresentava sustentada prosperidade e estabilidade, com o nível de emprego crescente ou estável durante a maior parte do tempo, de modo que considerar as séries temporais parecia ser algo plausível. Assim, pessoas sem renda fixa e com empregos informais passaram a aparecer nas estatísticas como indivíduos de renda estável. “Os modelos estatísticos de análise de crédito sugeriram que, como essas pessoas conseguiram trabalho no passado, elas continuariam conseguindo no futuro”, ou, em outras palavras, como a economia norte-americana foi bem no passado, ela iria bem para sempre. Deste modo, o risco de perda do empréstimo foi subestimado pelos bancos e financeiras envolvidos no processo (Carvalho, 2009 p. 18).

Frente a elevados retornos das operações de securitização de hipotecas *subprime*, um número cada vez maior de agentes financeiros mostrou-se disposto a assumir uma postura mais especulativa. Com o aumento da demanda por residências, não acompanhado pela oferta no curto prazo, ocorreu um distanciamento entre essa demanda

⁴ O mercado *prime* era considerado mercado “normal”, aquele cujos agentes tomadores de empréstimos apresentavam as garantias necessárias e tradicionais (Carvalho, 2009, p. 18).

e a oferta, causando um descolamento entre o preço real dos ativos (as residências) e o preço de mercado. O resultado foi a supervalorização destes ativos. Ou seja, os elevados retornos das operações de securitização de hipotecas *subprime* e o aumento dos preços dos imóveis levaram a um cenário de *boom* do mercado hipotecário norte-americano, durante o qual as bolhas de crédito e de construção residencial reforçavam-se mutuamente: por um lado, os tomadores de recursos, na certeza de que a valorização das residências seria mantida, procuravam cada vez mais fundos para adquiri-las; por outro, os emprestadores de recursos apostavam que o aumento da demanda sustentaria o aumento continuado de preços dos imóveis.

Como visto acima, embora as operações *subprime* tivessem, inicialmente, uma taxa de juros fixa (a chamada *teaser rate* – taxa de juros muito baixa que tem por objetivo atrair clientes), ela não se manteria fixa eternamente. A *teaser rate* era aplicada durante um tempo relativamente curto (dois a três anos); após este período, ela era reajustada. No momento em que o reajuste das taxas ocorreu, e progressivamente os agentes tomadores destes empréstimos foram sendo afetados (final de 2006), viu-se que muitos não poderiam pagar a dívida.

Até meados de 2006, o mercado *subprime* funcionava muito bem, e havia absorvido, sem grandes prejuízos, o impacto da crise “pontocom⁵” de 2000-2001 e os atentados de 11 de setembro de 2001. Em maio de 2004, contudo, a taxa de juros norte-americana começou a subir, chegando a 5,24% no final de junho de 2006. Somados ao aumento da taxa de juros, os preços dos imóveis começaram a cair em 2006, provavelmente em resposta ao crescimento da oferta. A própria elevação dos preços das residências no período anterior, que levou à expansão do mercado de imóveis, fez com que, no momento seguinte, o excesso de oferta pressionasse os preços para baixo.

Num contexto no qual a elevação da taxa de juros da economia resultou no aumento da dívida dos mutuários (aqueles que já possuíam a hipoteca) e o aumento da oferta de imóveis levou à queda nos seus preços, o não pagamento da dívida foi inevitável. Além disso, muitos mutuários, ao perceberem que suas dívidas haviam se tornado superiores ao valor real dos seus imóveis, buscaram vendê-los, aumentando ainda mais a oferta de imóveis.

Diversos investidores que compraram títulos baseados nessas hipotecas, ao perceberem o aumento do risco de não receber seus investimentos, tentaram vender esses papéis. Desencadeou-se, assim, um círculo vicioso, no qual os agentes tentavam liquidar seus ativos a preços cada vez menores, evitando uma perda total do investimento inicial. Iniciou-se então, no final de 2006, uma crise no mercado *subprime*. (Carvalho, 2009).

O cenário agravou-se ainda mais em função do formato dos contratos hipotecários, que exigiam pagamentos adicionais no caso de o valor do imóvel cair abaixo do valor da dívida hipotecária. Imóveis desvalorizados e a relutância dos proprietários em vender abaixo do preço, resultaram no aumento da oferta de imóveis no curto prazo, o que piorou ainda mais o patamar dos preços.

⁵ Bolha do mercado acionário, particularmente no segmento de alta tecnologia (Gontijo & Oliveira, 2009, p. 35).

Neste momento, tem início uma crise patrimonial, uma vez que o patrimônio das financeiras e dos bancos estava em risco. Como qualquer empresa, bancos e financeiras têm obrigações a pagar – os chamados passivos – e direitos a receber – os ativos; é da diferença entre eles que resulta o capital da empresa. Quando o passivo é maior que o ativo, o capital se torna negativo, o que significa que a empresa é insolvente, pois possui mais dívidas do que o previsto para receber (Carvalho, 2009).

No caso dos bancos e financeiras que haviam comprado papéis lastreados em hipotecas *subprime*, ao verem seu valor cair muito, viram também a desvalorização dos seus direitos a receber. Como a grande maioria das instituições financeiras norte-americanas havia realizado este procedimento, todas elas estavam expostas a riscos: algumas se tornaram insolventes, outras faliram e outras chegaram muito perto disso.

A inadimplência causou danos irreparáveis ao mercado hipotecário. Após o início da queda dos preços dos imóveis e do aumento da inadimplência, o mercado de MBSs foi reduzido, e estas se acumularam nas carteiras dos seus bancos de origem. Por sua vez, estes não pararam de emití-los. Por acreditarem que a queda seria momentânea, muitos bancos incorporaram as SPVs com MBSs desvalorizadas. Deste modo, os bancos de origem, que teoricamente haviam transferido os riscos das hipotecas *subprime* para as SPVs e para os investidores, voltaram a incorporá-los de forma crescente. Ou seja, ao invés de o risco cair sobre os investidores, conforme pressupunha o modelo de securitização, as perdas acabaram por se acumular nas instituições financeiras de origem de MBSs.

O problema veio à tona em fevereiro de 2007, quando o HSBC divulgou balanço com perdas em operações imobiliárias. Em junho de 2007, a *Fitch Ratings*, a *Standard & Poor's* e a *Moody's* anunciavam que estavam rebaixando todos os derivativos de hipotecas de AAA para AA+ (quatro graus abaixo), o que demonstrava a gravidade do problema. E no dia 9 de agosto daquele ano, o francês PNB - *Paribas InvestmentPartner* congelou cerca de 2,73 bilhões de dólares de três de seus *hedge funds*, alegando que não teria condições de avaliar os CDOs⁶ em carteira (Gontijo & Oliveira, 2009, pp. 47-48).

A ação do banco francês PNB *Paribas*, ao reconhecer que não conseguia avaliar o risco, desencadeou um processo turbulento no mercado financeiro, e ações de importantes bancos e instituições financeiras tiveram quedas bruscas. Como resultado a este cenário crítico, restou aos bancos centrais intervirem. As medidas iniciais foram a injeção direta de recursos e a redução das taxas de juros por parte do FED, mas apesar delas, os níveis de inadimplência continuaram a aumentar.

No ano de 2008, com a divulgação dos balanços das instituições financeiras, viu-se que muitas destas apresentavam prejuízo, sobretudo as que estavam envolvidas com o mercado de crédito imobiliário. Todo este cenário caótico fez com que as Bolsas caíssem: 7,2% em Frankfurt, 6,3% em Paris, 5,5% em Londres, 6,6% em São Paulo, 5,4% no México, 5,1% em Xangai e 3,9% em Tóquio, espalhando os reflexos da crise para outros países (Gontijo & Oliveira, 2009, pp. 65-66).

⁶ Obrigações de Dívidas Garantidas é “um derivativo comum das RMBSs (títulos garantidos por hipotecas residenciais) designado para proteger os investidores em títulos não assegurados por agências federais de perdas decorrentes da inadimplência”. (DiMartino & Duca, 2007, p. 3, *apud* Gontijo & Oliveira, 2009, p. 36).

Nesse contexto, o governo dos Estados Unidos viu-se forçado a atuar de forma intensa, comprando títulos com pouca liquidez, injetando capital nos bancos, ofertando linhas de crédito às empresas (*commercial papers*), ajudando proprietários de imóveis a renegociar hipotecas e, até mesmo, tornando-se sócio do setor automotivo, ao adquirir 60% das ações da General Motors.

Com o agravamento da crise em setembro de 2008, os governos, de maneira geral, começaram a atuar nas áreas monetária, de crédito e fiscal para proteger suas economias domésticas.

4. CONCLUSÃO

Ao explodir a crise financeira de 2008, muito se comentou sobre o aspecto global que ela alcançou: tendo tido seu início no segmento imobiliário dos Estados Unidos, espalhou-se rapidamente para o resto do mundo. De fato, numa economia global, na qual os países estão completamente interligados por fluxos de comércio e de capitais, uma crise financeira tem o potencial de se espalhar rapidamente.

Na crise *subprime*, no entanto, as principais potências econômicas sofreram impactos muito maiores do que os países em desenvolvimento. Uma vez que os bancos dos países desenvolvidos estavam carregados de ativos *subprime*, os sistemas financeiros desses países sofreram, assim como o sistema financeiro dos Estados Unidos, forte crise de liquidez e patrimonial. Por outro lado, como os sistemas financeiros domésticos dos países considerados emergentes não estavam carregados de ativos *subprimes*, estes foram afetados, de forma geral, pela redução do comércio mundial e das exportações. No caso específico do Brasil, ressalta-se também o impacto negativo da abrupta desvalorização cambial naquelas empresas que estavam comprometidas com operações de derivativos cambiais muito arriscados. O fato de o processo de liberalização financeira ter ocorrido mais intensamente, e mais rapidamente, nos países mais desenvolvidos do que nos chamados mercados emergentes pode explicar, em parte, os distintos impactos verificados sobre esses países.

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.

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BAER, Mônica. 1990. "A dinâmica financeira internacional nos países industrializados: os anos 80". *Boletim de Conjuntura Internacional*, nº 1, mar.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga Mello. 1995. "O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados 'globalizados'". *Economia e Sociedade*, nº 4, jun., pp. 11-20.
- _____. 1997. "Prefácio". In: LIMA, Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua. *Instabilidade e criatividade nos mercados financeiros internacionais: condições de inserção dos países do Grupo da América Latina*. São Paulo: Bial.
- _____. 2005. "Prefácio". In: CHESNAIS, François (org.). *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*. São Paulo: Boitempo.
- CARNEIRO, Ricardo. 2002. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Editora Unesp, IP – Unicamp.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de. 2008. "Entendendo a recente crise financeira global". In: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA KEYNESIANA. *Dossiê da crise*. Rio Grande do Sul, pp. 16-22. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>>. Acesso em: 20 jun. 2009.
- COUTINHO, Luciano. 1996. "A fragilidade do Brasil em face da globalização". In: BAUMANN, R. (org.). *O Brasil e a economia global*. Rio de Janeiro: Campus: SOBEET, Cap. 11.
- GONTIJO, Cláudio; OLIVEIRA, Fabrício Augusto de. 2009. *Subprime: os 100 dias que abalaram o capital financeiro mundial e os efeitos da crise sobre o Brasil*. Belo Horizonte: Corecon-MG, 176p.
- LIMA, Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua. 1997. *Instabilidade e criatividade nos mercados financeiros internacionais: condições de inserção dos países do grupo da América Latina*. São Paulo: Bial, 271p.
- PLIHON, D. 1996. "Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira (a responsabilidade das políticas liberais: um ponto de vista keynesiano)". *Economia e Sociedade*, vol. 7, dez., pp. 85-127.
- TEIXEIRA, Aloísio. 1993. *O ajuste impossível: um estudo sobre a desestruturação da Ordem Econômica Mundial e seu impacto sobre o Brasil*. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp (Tese de Doutorado em Economia).