

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**(Des)Regulação Financeira e a Crise do *Subprime*.**

RAPHAEL GOMES DE OLIVEIRA  
Matrícula nº: 107326644

ORIENTADOR: Fernando Carlos G. de C. Lima

FEVEREIRO 2011

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

## **(Des)Regulação Financeira e a Crise do *Subprime*.**

---

RAPHAEL GOMES DE OLIVEIRA

Matrícula nº: 107326644

E-mail: raphael\_olive@hotmail.com

ORIENTADOR: Fernando Carlos G. de C. Lima

E-mail: fcgclima@terra.com.br

FEVEREIRO 2011

*As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor.*

Dedico esse trabalho a: Edson, Luzia e Paula. Fundamentais para a concretização de mais esse ciclo na minha curta jornada.

## **RESUMO**

Este trabalho aborda visões, de diferentes autores, favoráveis a regulação dos mercados financeiros, baseadas na premissa de que esses mercados ao operarem livremente não o fazem de maneira eficiente. Desta forma, crise financeira norte-americana, iniciada em 2007 e agravada em 2008, é utilizada como exemplo de que as instituições financeiras, buscando alavancarem seus ganhos, se expuseram excessivamente, fragilizando o sistema financeiro e causando o desencadeamento de uma crise sistêmica. Verificando-se que, segundo a abordagem realizada, a ausência de regulação contribuiu para a ocorrência de tal crise.

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>6</b>
<b>CAPÍTULO I – MODIFICAÇÕES NO MERCADO FINANCEIRO NORTE-AMERICANO.....</b>	<b>8</b>
I.1 INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA E MERCADOS BASEADOS EM CRÉDITO.....	8
I.2 GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA.....	9
I.3 INOVAÇÕES FINANCEIRAS E O SURGIMENTO DO MERCADO DERIVATIVOS.....	10
I.4 SECURITIZAÇÃO.....	13
I.5 PROCESSO DE DESREGULAÇÃO E LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA.....	17
<b>CAPÍTULO II – SOBRE REGULAÇÃO FINANCEIRA.....</b>	<b>20</b>
II.1 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E INEFICIÊNCIA DOS MERCADOS.....	20
<i>II.1.1 – Enfoque no Risco Moral e Racionamento de crédito.....</i>	<i>20</i>
<i>II.1.2 – Enfoque na defesa do consumidor.....</i>	<i>22</i>
II.2 EXTERNALIDADES E INSTABILIDADE FINANCEIRA.....	27
II.3 REGULAÇÃO DE BALANÇO E COEFICIENTES MÍNIMOS DE CAPITAL.....	35
<b>CAPÍTULO III – CARACTERÍSTICAS DA CRISE DO SUBPRIME.....</b>	<b>42</b>
III.1 BOOMS E DEPRESSÕES.....	42
III.2 ORIGENS DA CRISE.....	45
III.3 ATUAÇÃO DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NOS EMPRÉSTIMOS <i>SUBPRIME</i> E SECURITIZAÇÃO.....	46
III.4 QUEBRA DOS CICLOS DE REFINANCIAMENTO, PROCESO DE DEFLAÇÃO DE ATIVOS E PARALIZACAO DO MERCADO INTERBANCÁRIO.....	52
III.5 TENDÊNCIA A DISFUNCIONALIDADE DAS INOVAÇÕES FINANCEIRAS.....	59
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>63</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>65</b>

## **Introdução**

Após a crise de 1929, intensificaram-se as formas de regulação da atividade bancária e do sistema financeiro como um todo. Durante as décadas seguintes, discutiu-se a legitimidade desse tipo de atuação por parte do Estado, via órgãos reguladores. Contudo, a onda de liberalização dos anos 80 influenciou o discurso de autorregulação dos mercados, que ganhou força na década de 1990. Porém, após seguidas crises em países emergentes e, em especial, a recente crise do sistema norte-americano, que levou o país em uma grave recessão juntamente com outros países da Europa, a discussão sobre a regulação ganhou novo fôlego.

Desta forma, o presente trabalho busca compreender as origens, bem como as possíveis particularidades, do processo que desencadeou a chamada Crise do *Subprime*. O enfoque está na discussão sobre a regulação do sistema financeiro, visando em especial à importância de se tentar evitar que futuras crises nestes mercados tenham novas consequências recessivas, como foi observado recentemente.

No primeiro capítulo, foi traçado um panorama histórico do sistema financeiro nos EUA, destacando as mudanças nas formas de financiamento e as inovações de instrumentos e instituições. O objetivo é entender as características e conceitos cruciais para os desdobramentos dos capítulos seguintes, servindo de pano de fundo para o caminho percorrido até a crise norte-americana.

Já no capítulo II, discutimos alguns dos principais argumentos que justificariam a regulação do sistema financeiro, questionando a autorregulação dos mercados. Com destaque aos principais conceitos que servem de base à teoria de que mercados financeiros, se deixados atuar por conta própria, operarão de forma ineficiente.

Então, no terceiro capítulo são abordados os aspectos que teriam sido

especificamente relacionados ao estouro da bolha imobiliária nos Estados Unidos, que iniciou o processo no qual culminou a recente crise do seu sistema financeiro, apontada por muitos autores como a maior desde a Grande Depressão dos anos 30. Um marco importante dessa crise é, sem dúvidas, a quebra do banco Lehman Brothers<sup>1</sup>, à época o quarto maior banco de investimento dos EUA, ocorrida em setembro de 2008<sup>2</sup>. Apesar de terem ocorrido anteriormente outros fatos consideráveis, foi a partir de tal evento que se iniciou um processo de disseminação da desconfiança dos agentes, culminando na paralisação, praticamente total, da oferta de crédito, com as consequências graves à economia real.

---

<sup>1</sup> Após anunciar um prejuízo de US\$ 3,9 bilhões no terceiro trimestre de 2008, o FED negou qualquer ação de intervenção na instituição.

<sup>2</sup> Podemos destacar como exemplos interessantes: a falência de uma das companhias líderes em emissão de hipotecas nos EUA, a New Century Financial, ainda no primeiro quadrimestre de 2007; e a eminente quebra do, então, quinto maior banco de investimentos norte-americano, Bear Stearns. Fato que só não ocorreu devido apoio financeiro, em torno de US\$ 30 bilhões, do governo para que JP Morgan o adquirisse em março de 2008. Para uma consulta a cronologia dos acontecimentos da crise ver apêndice de Borio (2008).



## CAPÍTULO I

### I.1 - Intermediação Financeira e Mercados Baseados em Crédito

Durante a maior parte do século passado, predominaram nos sistemas financeiros como um todo relações financeiras intermediadas e baseadas em mercados de crédito. Nos quais, bancos depositários funcionavam com intermediários entre os agentes, canalizando recursos, principalmente através de depósitos à vista, e concedendo empréstimos, em sua maioria de maturidades curtas e médias. O ganho dos bancos se dava basicamente pela diferença entre os juros que remuneravam seus depósitos e os juros cobrados nos empréstimos, o chamado *spread* bancário. Nesse modelo de captação de recursos financeiros, baseado na chamada intermediação financeira, as instituições seriam capazes de atender demandas específicas dos agentes. Especialmente em relação a prazos e valores, o que levaria a diminuição dos chamados custos de transação<sup>3</sup>.

Contudo, as principais vantagens vistas nessa estrutura se devem ao fato de os bancos que fazem as intermediações se especializavam em coletar e analisar informações, o que os permitiria avaliar e monitorar as transações visando utilizar melhor os recursos por eles captados. De tal forma, se diminuiria o chamado risco moral, resultante da assimetria de informação<sup>4</sup> e, conseqüentemente, teriam uma maior capacidade de minimizar os riscos crédito<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> Nesse caso, o custos relacionados a busca de outros agentes que possuam interesses em tipos de transações que se complementem.

<sup>4</sup> Assimetria de informação está relacionada indisponibilidade completa das informações relacionadas as agentes envolvidos em uma transação, e pode se manifestar por meio do risco moral e seleção adversa, conforme abordado no Capítulo II. Risco moral reflete, basicamente, a ideia de que agentes podem, propositalmente, esconder informações sobre seus históricos em transações anteriores, eventualmente envolvendo algum tipo de descumprimento de acordos contratuais, e/ou os reais riscos das operações negociadas. Fato que dificultaria à realização de qualquer transação que exija confiança de ambas as partes.

<sup>5</sup> Risco do tomador do empréstimo não pagar por este. Ou seja, risco de default ou calote.

Destaca-se ainda, que inicialmente essas instituições tinham participação limitada nos mercados de capitais, seja pela inexistência de mercados de títulos significativos, como no caso da Europa Ocidental e do Japão, ou por força de regulação, como ocorreu nos Estados Unidos, após a grande depressão dos anos 1930 (CARVALHO, 2005). Período em que se estabeleceu nos EUA o *Glass-Steagal Act*<sup>6</sup>, de 1933, que, criou uma segmentação dos mercados bancários e de títulos, na qual havia uma divisão hierárquica em que autoridades supervisionavam as decisões operacionais dos bancos, limitando seu escopo de operações e controlando sua exposição aos riscos (CARVALHO & KREGEL, 2010). Basicamente visando à distinção entre operações de financiamento de curto prazo e de longo prazo (KREGEL, 2010b). Posteriormente, a atividade bancária, em si, foi se modificando de forma relativamente lenta, basicamente até a década de 1980.

## **I.2 - Globalização Financeira**

O acordo de Bretton Woods<sup>7</sup> (BW), estabelecido em 1944, tentou instituir normas gerais de organização do sistema financeiro internacional, além criar instituições multilaterais (FMI, BIRD etc.) que, até hoje, se destacam em termos globais. Foi criado, à época, um sistema cambial que possuía as taxas de câmbio fixas em relação ao dólar norte-americano e este, por sua vez, mantinha-se no padrão-ouro, o que permitia relativa previsibilidade nas taxas de câmbio. As taxas, embora fixas, eram reajustáveis de acordo com os resultados do balanço de pagamentos e, conseqüentemente, permitia uma certa estabilidade nos fluxos comerciais e de capital (CARVALHO, 2005).

Em consequência do acordo, a utilização do dólar norte-americano como moeda internacional modificou a estrutura dos sistemas financeiros nacionais. De tal

---

<sup>6</sup> Maiores detalhes em: Federal Reserve Board (FRB). Banking Act of 1933. *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 19, no. 6 p. 385–401, jun.1933.

<sup>7</sup> Para um melhor debate sobre o sistema de Bretton Woods, consultar Carvalho (2004).

forma, os elevados déficits norte-americanos criaram na Europa um fundo de bilhões de dólares que, ao fim da década de 1950, deu origem ao mercado de eurodólares. E os bancos centrais da Europa, ao operarem em dólar, preferiam aplicar parte de suas reservas no próprio mercado europeu, dado que a legislação norte-americana restringia o pagamento de juros sobre os depósitos internos (IBDEM). O mercado de eurodólares foi o primeiro dos mercados *offshore*<sup>8</sup> a assumir um papel importante na expansão da liquidez internacional. Na prática, esse tipo de mercado funcionou de maneira muito próxima a economias de crédito puro, pois não estavam sujeitos à supervisão de nenhuma autoridade monetária, o expandindo e contraindo a oferta de crédito de acordo com a sinalização da taxa de juros (MAIA, 2008).

Com o tempo, a gradual remoção dos controles de capitais, a maior rapidez na obtenção e processamento de informações, em conjunto com desregulamentação dos mercados financeiros nacionais, acabou por facilitar o aumento na contratação de empréstimos entre os países. Processo este que resultou em uma integração dos mercados financeiros e num grau de mobilidade de capitais sem precedentes, desta forma, o euromercado pode ser visto com o embrião do processo de globalização financeira. Durante décadas, foram os sucessivos déficits de balanço de pagamentos norte-americanos que proveram as necessidades de liquidez internacional. Contudo, como apontou Triffin, na década de 1960, a própria existência dos déficits acabou por minar a confiança dos agentes econômicos no Sistema de Bretton Woods como forma e organização do sistema monetário internacional (IDEM).

### **I.3 - Inovações financeiras e o surgimento do mercado de derivativos**

Segundo Carvalho (2005):

“Os intensos choques macroeconômicos sofridos a partir da aceleração da inflação americana nos anos 1960, como os aumentos de preços das matérias primas (especialmente o petróleo) em 1973 e 1979, o colapso do sistema de taxas de câmbio

---

<sup>8</sup> Mercados que transacionam divisas fora do seu país de origem.

fixas, mas ajustáveis, de Bretton Woods, entre 1971 e 1973, a adoção de políticas monetárias contracionistas por praticamente todos os países industrializados no final daquela década, e os movimentos [...] de liberalização de movimentos internacionais de capitais, particularmente no mundo desenvolvido, tiveram como resultado o crescimento dramático da volatilidade de preços, taxas de câmbio e taxas de juros em praticamente todo o mundo.” p.11

O contexto de aumento no grau de volatilidade das principais variáveis (taxas de juros, taxa de câmbio etc.), acima apresentado, teve como consequência uma modificação importante nas práticas adotadas pelas instituições e mercados financeiros. De modo a viabilizar adaptação sua operação neste novo ambiente, os agentes começaram a desenvolver operações que buscavam oferecer algum nível de proteção em relação à intensa flutuação de valores.

Especialmente, a partir da década de 1970<sup>9</sup>, iniciou-se um processo de transformação nas formas de se fornecerem serviços financeiros, quando começaram a surgir as inovações financeiras mais relevantes<sup>10</sup>. Dentre as quais podemos citar as operações de *hedge*<sup>11</sup>, que deram origem ao mercado de derivativos e visam negociar não mais recursos financeiros propriamente, mas os riscos envolvidos nas transações. Esse tipo de mercado foi se expandindo de acordo com a crescente demanda dos agentes privados e instituições financeiras por proteção, pois havia cada vez mais aversão aos riscos assumidos, até mesmo em operações tradicionais. Mais precisamente, contratos com derivativos<sup>12</sup> permitem decompor a negociação dos riscos envolvidos de uma forma segmentada, em que cada parte contratante seleciona os riscos que julgue capaz de administrar. Desta forma, os riscos estariam diluídos,

---

<sup>9</sup> Na década de 1950, em resposta as pressões da política monetária adotada pelo FED, setor bancário norte americano já havia desenvolvido algumas das mais importantes inovações os CDs (*Certificates of Deposit*), equivalentes no Brasil aos chamados CDBs (Certificados de Depósito Bancário) e o mercado interbancário de reservas. Ver Minsky (1982), cap. 7.

<sup>10</sup> Podemos considerar ‘inovações financeiras’ como novos tipos de serviços financeiros ou novas formas de produção de serviços financeiros já existentes.

<sup>11</sup> Numa tradução literal do inglês significa “cerca”. Na prática, é uma forma de proteger a aplicação contra as oscilações do mercado.

<sup>12</sup> Dentre os quais, destacam-se como principais produtos: contratos futuros, opções, swaps. Para maiores detalhes sobre produtos, ver HULL. *Opções, Futuros e outros Derivativos*, jul 1994.

diminuindo as chances de perda (CARVALHO, 2005).

Com o passar dos anos, os avanços tecnológicos foram cruciais para o desenvolvimento desses instrumentos e inovações, pois com o aumento gradativo do grau de informatização das atividades econômicas como um todo. O uso de computadores, por exemplo, tornou possível a introdução de cálculos de riscos mais complexos, viabilizando um rápido processamento de informações e a operação em diferentes mercados com diversificação das obrigações e direitos, assim como, a adoção contratos mais complexos e estruturados ou empacotamento de obrigações derivadas (CARVALHO et alli, 2000).

Embora possua origem distinta do processo de globalização financeira, o aumento do uso de derivativos facilitou a integração entre os mercados monetários, de câmbio e de capitais, contribuindo para a ampliação do fluxo de capitais entre os países, principalmente porque possibilitou a diluição dos riscos cambiais. No entanto, apesar dos derivativos permitirem uma melhor coordenação das expectativas e convivência com a volatilidade das variáveis financeiras, a busca de ganhos de arbitragem e a elevada alavancagem nesses mercados podem potencializar a volatilidade do preço dos ativos e aumentar as chances de risco sistêmico<sup>13</sup> (MAIA, 2008). Pois, os derivativos conectam diferentes mercados, o que justamente amplia as possibilidades de contágio<sup>14</sup>, principalmente quando agentes antecipam a liquidação de suas aplicações visando cobrir prejuízos ocorridos em outros segmentos. Outro fato relevante com relação aos riscos que envolvem essas operações seria que, conforme observa Bordo (2007), os novos instrumentos teriam em alguns momentos o objetivo de se evitar algum tipo de regulação<sup>15</sup>.

Intermediários financeiros em geral sentiram este aumento de volatilidade,

---

<sup>13</sup> Esse conceito será melhor explorado no próximo capítulo.

<sup>14</sup> IDEM.

<sup>15</sup> No capítulo 3 veremos como isso foi feito com as hipotecas *subprime*.

descrito anteriormente, de modo mais intenso, já que a intermediação financeira internaliza esses riscos no balanço da instituição. Ou seja, os bancos passam a concentrar riscos de toda natureza, inclusive aqueles que antes pareciam irrelevantes. Como isso, aumentou o risco de que a atividade financiada não alcançasse os retornos esperados, não necessariamente devido à má administração dos recursos por parte do tomador do empréstimo, mas por causa de movimentos inesperados de preços relativos, sendo estes acentuados por choques adversos<sup>16</sup>. Desta forma, podemos dizer que as inovações financeiras, conforme apresentadas anteriormente, tiveram motivações baseadas em pressões da economia real e não necessariamente movidas por preocupações teóricas (CARVALHO, 2005).

Com resultado disso, bancos comerciais buscaram de alguma forma a expansão para além atividade bancária tradicional. Ao adotarem estratégias de diversificação de fontes de recursos, contribuíram para a diminuição de importância relativa dos depósitos à vista nos passivos dos bancos e também dos empréstimos como forma de captação de crédito. Tal processo é descrito na próxima seção.

#### **I.4 - Securitização**

Durante anos, mercados de capitais tiveram papel relevante de financiamento, principalmente, na atividade econômica norte-americana. Porém, com a emergência dos chamados investidores institucionais, dentre os quais se incluem os fundos de pensão e fundos mútuos de investimento em mercados monetários e de capitais, se viabilizou, cada vez mais, a emissão direta de papéis (em inglês, *securities*). Nesse ambiente de intensa transformação nos sistemas financeiros, o modelo anteriormente predominante, baseado em mercados de crédito, foi

---

<sup>16</sup> Fatos como: um processo de inflação acelerada, ou de variações bruscas nas taxas de juros causadas por mudanças imprevistas na política monetária ou, ainda, por se tratar de operações em mercados externos, passíveis de flutuações do câmbio, que não ocorriam quando estava vigente o acordo de Bretton Woods. Outros exemplos de choques adversos são: guerras, crise econômicas, retração brusca de demanda ou oferta em algum setor da economia.

gradualmente perdendo espaço relativamente a captação de recursos de forma direta. Por meio emissão direta de títulos no mercado sem intermediação, ou seja, não se fazia mais necessária presença de um intermediário financeiro. A intensificação e disseminação desse processo descrito correspondem ao conceito chamado de securitização primária (CARVALHO et alli, 2000).

No mesmo contexto, existe também o conceito de securitização secundária, no qual se observou o processo de adaptação dos próprios intermediários financeiros ao novo cenário, passando a cada vez mais securitizar seus ativos. Ou seja, obrigações inicialmente geradas na forma de crédito bancário são transformadas em papéis negociáveis no mercado de capitais e repassadas a investidores, não mais permanecendo no balanço dos bancos. De forma que as instituições financeiras podem, rapidamente, retomar recursos para expandirem seu processo de oferta de crédito (IDEM).

As duas formas de securitização se iniciaram nos Estados Unidos, onde se expandiram de forma rápida, e posteriormente se difundiram na Europa. A origem de tal processo se deu na primeira metade da década de 1980, mais especificamente como consequência de uma crise bancária nos EUA, na qual os bancos se deparavam com custos crescentes de captação de recursos. Custos estes causados, basicamente, por uma forte elevação das taxas de juros básicas no país, proveniente da adoção de uma política monetária antiinflacionária do Banco Central norte-americano, o Federal Reserve (FED). Fato que gerou problemas de pagamento de tomadores domésticos, agravados, principalmente, pelo calote da dívida de países em desenvolvimento, como o Brasil e o México. A escassa oferta de crédito, consequência da preferência pela liquidez bancária, possibilitou de certa forma a aceleração do processo de desenvolvimento nos mercados de títulos tradicionais (como ações e títulos de dívidas de empresas) que se tornaram a forma alternativa de captação de recursos (MAIA, 2008).

As principais modificações acarretadas pelo processo de securitização se deram em mercados que anteriormente eram dominados pelos bancos, que exerciam o papel de intermediadores. O primeiro importante exemplo se deu na expansão do mercado de crédito de curto prazo, no qual, grandes empresas perceberam a possibilidade de captar recursos diretamente no mercado e às taxas inferiores cobradas pelos bancos. Essa captação era realizada basicamente por meio de emissão de *commercial papers*<sup>17</sup>, operações que se mostraram bem sucedidas e se consolidaram, mesmo após tais crises bancárias terem sido resolvidas (IBDEM).

Outra modificação importante proveniente do processo de securitização se deu no financiamento hipotecário. Observou-se na década de 1980 o declínio dos bancos de poupança e das associações de poupança e empréstimo nos EUA. Esses tipos de instituições tinham, como principal característica, o alto grau de descasamento de maturidades entre seus ativos, que eram de longo prazo (hipotecas), e seus passivos, de prazo relativamente curto (depósitos de poupança). Fato que as tornava extremamente vulneráveis a aumentos da taxa de juros, como de fato ocorreu na economia norte-americana no início da década em questão (CARVALHO, 2005).

Diante desse quadro, se fez necessária a criação de uma nova estrutura que viabilizasse o financiamento hipotecário, na qual, as instituições financeiras se tornaram responsáveis basicamente pela origem dos empréstimos, que posteriormente seriam agrupados, criando títulos lastrados nesses empréstimos, e revendidos a investidores, em sua maioria, fundos de pensão e de investimentos.<sup>18</sup> Então, para encontrarem algum espaço de operação, dadas as novas condições, bancos comerciais e de poupança se viram obrigados a adaptar sua forma de atuação. E foi a venda de reforços de crédito<sup>19</sup>, dispositivos que servem para aumentar a liquidez dos papéis

---

<sup>17</sup> Papéis de dívida de curto prazo, em geral emitidos para financiamento de capital de giro.

<sup>18</sup> Processo esse conhecido como 'Originação e Distribuição', novamente abordado no capítulo III.

<sup>19</sup> *Credit enhancement*, em inglês. Como, por exemplo, seguros de crédito, derivativos, compromisso de compra.



vendidos nos mercados financeiros, que permitiu muitos bancos encontrarem um nicho nos novos mercados e defender seus lucros sem se exporem aos mesmos riscos de antes (IBDEM).

De forma geral, podemos dizer, então, que as transformações observadas no setor bancário tradicional, se devem, principalmente, ao crescimento de sua participação nos mercados de títulos, no qual acabam exercendo funções próximas as realizados por bancos de investimento. Em consequência disso, se depósitos á vista foram perdendo sua importância relativa para as instituições, não havia mais a necessidade de retenção de ativos em seus balanços por um período tão longo. De tal modo, formas permanentes de financiamento já não apresentam o mesmo grau de importância. Em especial, porque a securitização de ativos permitiu que instituições não-bancárias<sup>20</sup> desafiassem a atuação, até exclusivamente realizada bancos comerciais, nos tradicionais empréstimos de curto prazo, pois viabilizou menores taxas, devido a redução e distribuição dos riscos, via crescimento do mercado de *commercial papers* (KREGEL, 2010b).

No âmbito das mudanças mencionadas, surge nos anos 1990 o modelo de banco universal, uma instituição que, em tese, é capaz de operar em suas carteiras, ativos de todos os segmentos do mercado financeiro, apresentando, com isso, ganhos de economias de escopo<sup>21</sup>. A princípio, esse modelo se apresenta como a forma ideal de firma bancária, especialmente para os bancos que desejam reduzir sua exposição aos riscos já citados. Foram poucas as instituições que abandonaram inteiramente, ou mesmo a maior parte, de seus negócios tradicionais. Na verdade, a diversificação, na qual as instituições atuam tanto como intermediários financeiros quanto como corretores nos mercados de títulos, foi vista como provedora de melhores condições solidez diante de turbulências financeiras e macroeconômicas, em comparação com a capacidade de sustentação que teriam instituições que concentram suas atividades em

---

<sup>20</sup> Conforme iremos abordar no Capítulo III.

<sup>21</sup> Quando a instituição produz diversos tipos de produtos e negócios e, por isso, o valor dos produtos

apenas um segmento (CARVALHO,2005).

No entanto, conforme observa o autor:

“A eficácia do banco universal permanece tema polêmico até o presente. As evidências não são conclusivas nem a favor nem contra a existência de economias de escopo na atividade financeira. Os exemplos históricos são pouco relevantes, já que praticamente toda a história do setor bancário nos Estados Unidos do século XX se deu em um contexto de um sistema financeiro segmentado em compartimentos estanques, enquanto países como a Alemanha, que permitiam a existência de bancos universais, nunca tiveram mercados de capitais significativos que servissem como fronteira de expansão para suas instituições bancárias. O banco universal, até a década dos 1990, era apenas um conceito teórico, cujas características empíricas ainda estavam (e estão) por ser conhecidas.” (p15)

Apesar de até hoje não existir consenso com relação à eficácia ou não desse modelo de banco, no caso dos EUA, por exemplo, desde a década de 80 se observou certa pressão para a revogação do *Grass Steagal Act*, que de fato ocorreu em 1999, com *Financial Services Modernization Act*. Isso se deu, principalmente, devido a fusão de empresas bancárias que atuavam em diferentes seguimentos, mas que encontravam brechas legais que permitiam uma flexibilização das restrições por parte do FED<sup>22</sup> (CARVALHO et alli, 2000). Pois, ainda em 1985, o próprio FED autorizou que empresas *holdings* de bancos comerciais adquirissem como subsidiárias firmas que oferecessem corretagem e consultoria financeira a clientes institucionais (KREGEL, 2010b).

## **I.5 - Processo de Desregulação e Liberalização Financeira**

Conforme observa Carvalho (2008), a tendência dominante da desregulamentação financeira foi consequência da liberalização financeira, no contexto da revolução conservadora nos anos de 1980, liderada por Ronald Reagan e

---

e serviços que vende aumenta como uma função do número de negócios que ela opera.

<sup>22</sup> Em 1985, o próprio FED autorizou que *holdings* de bancos comerciais adquirissem como subsidiárias firmas que oferecessem corretagem e consultoria financeira a clientes institucionais.

Margareth Thatcher<sup>23</sup>, que permitiu o aumento da liberdade das instituições financeiras escolherem onde e como operar, incluindo aí como já citado, os mercados tradicionalmente reservados aos grandes bancos comerciais. A tendência a desintermediação, a emergência de inovações financeiras e aumento da integração dos mercados financeiros internacionais observados levaram uma gradativa desregulamentação dos sistemas financeiros, em especial o norte-americano.

Em tal período, tornou-se dominante a percepção de que, além de desejáveis, quaisquer formas de controles seriam também inúteis, abrindo caminho para uma forte redução das regras de regulação em geral e do setor bancário em particular<sup>24</sup>. Principalmente nos países mais avançados, se observou a liberalização internacional do fluxo de capitais, bem como a eliminação de grande parte das restrições à atividade financeira doméstica. Em especial, a progressiva liberalização para entrada de novas empresas no setor bancário<sup>25</sup>, aumentando de certa forma, grau de concorrência da atividade, permitindo às instituições escolherem, de forma mais autônoma, os riscos que gostariam de correr (CAVALHO, 2008).

Esse processo de liberalização teve forte influência da Teoria de Mercados Eficientes (TME) alcançou seu status de dominância nos círculos acadêmicos, na década de 70. Baseando-se na hipótese de expectativas racionais, que a época se tornou o centro das atenções na teoria econômica, juntamente com fundamentos financeiros. (SHILLER, 2003). A ideia central da TME seria, basicamente, que os preços de ativos especulativos, tais como os preços de ações, sempre incorporariam a melhor informação sobre os valores fundamentais e tais preços mudariam somente por causa de alguma informação, boa e acurada, altamente relacionada a tendências

---

<sup>23</sup> Respectivamente, presidente dos EUA e primeira-ministra da Grã-Bretanha, à época.

<sup>24</sup> Assunto melhor abordado no próximo Capítulo.

<sup>25</sup> O que na prática, acabou sendo mais uma formalização de um movimento que já estava em andamento do que propriamente uma abertura de novas fronteiras da atividade (CARVALHO et alli, 2000).

temporais teorizadas<sup>26</sup> (IBDEM). Em consequência disto, o mercado financeiro funcionaria em um ambiente de concorrência perfeita, no qual, a intervenção de algum agente regulador geraria um tipo de distorção.

Desta forma, defensores da TME acreditam que, deixados a si mesmos, os mercados financeiros seriam capazes de autorregular-se e produzir um melhor equilíbrio social, maximizariam o bem-estar dos consumidores e dirigiriam a poupança para os investimentos mais eficazes para atendê-los (DELFIM NETO, 2010). Ou seja, nesta visão, a principal função dos mercados é a alocação eficiente dos recursos escassos, então, um sistema financeiro livre seria capaz de alocar o capital escasso junto aqueles que estivessem dispostos a buscarem usos mais produtivos e lucrativos (CARVALHO & KREGEL, 2010).

---

<sup>26</sup> O autor usa a expressão “theoretical trends of time”, na interpretação aqui dada seria algo próximo da expressão utilizada acima, em um sentido que as tendências de tempo tenham algum fundamento teórico que as justifiquem.

## **CAPITULO II**

### **II.1 - Assimetria de Informação e Ineficiência dos Mercados**

Várias são as condições que necessitam ser cumpridas para livre operação dos mercados, usualmente, considerada eficiente. Em especial ao que se refere à transparência das operações, i.e., disponibilidade livre e sem custos das informações relevantes envolvidas na transação, caso contrário, os mercados apresentam imperfeições e falhas (CARVALHO et alli, 2000). No entanto, na maioria dos mercados, a assimetria de informação, em ambas as formas, risco moral e seleção adversa, está presente e difundida (STIGLITZ & WEISS, 1992).

Com isso, a suposição de partida é de que, na prática, os elementos relevantes para a realização de uma transação financeira são normalmente opacos. Ou seja, a informação necessária para o funcionamento do sistema financeiro é por sua natureza assimétrica. O que significa dizer que, em um contrato financeiro, uma das partes envolvida tem informação menos acurada do que a outra (MISHKIN, 2007b).

#### ***II.1.1 Enfoque no Risco Moral dos Clientes e Racionamento de Crédito***

A questão da assimetria de informação nos mercados financeiros pode ser abordada de diferentes ângulos. Um deles é com relação à falta de informações que a instituição financeira tem do cliente. A chamada ‘seleção adversa’ é consequência do fato que diferentes tomadores de empréstimos possuem diferentes probabilidades de pagarem seus empréstimos, sendo difícil, por parte das instituições financeiras, identificar os bons pagadores (STIGLITZ & WEISS, 1981).

A seleção adversa pode ser observada, também, quando um investimento com maior chance de produzir efeitos indesejáveis tem grandes chances de ser financiado. Ou seja, ao desconhecer os resultados possíveis de um investimento, um banco pode acabar emprestando para um tomador de crédito com alto nível de risco

de crédito. Desta forma, a abordagem dá ênfase no fato de que investidores com a intenção de tomar grandes riscos são os mais propensos a buscar empréstimos, porque sabem que são mais improváveis de pagar de volta. O risco moral, neste caso, surge porque o tomador do empréstimo teria incentivos de investir em projetos de alto risco, nos quais ele terá vantagens se o projeto obtiver sucesso, mas no caso contrário, o prestador que absorveria a maioria da perda (MISHKIN, 2007b).

A taxa de juros que cada indivíduo está disposto a pagar poderia funcionar com uma forma de triagem, aqueles que pagariam taxas mais altas, na média, representariam maiores riscos, pois compreendem que sua probabilidade de pagamento da dívida é menor. Contudo, quando a taxa de juros aumenta, o grau médio de risco daqueles que pegaram os empréstimos aumenta, possibilitando então a queda nos lucros dos bancos. Com isso, observa-se um comportamento de racionamento de crédito por parte dos bancos, que consiste no fato de que ao observar clientes iguais, acaba concedendo o empréstimo para alguns e para outros não. Mesmo quando estes indicam estarem dispostos a pagar maiores taxas de juros ou a oferecer mais contrapartidas e garantias do que normalmente exigidos (STIGLITZ & WEISS, 1981).

As restrições de crédito basicamente consistem em limitar o número de empréstimos, bem como a magnitude destes ou, então, fazer com que as taxas de juros aumentem conforme o tamanho do empréstimo. Ou seja, os bancos não necessariamente adotarão instrumentos de ajuste para a oferta de fundos<sup>27</sup>. Essas

---

<sup>27</sup> Segundo Stiglitz & Weiss (1981), ao assumir que os bancos tenham um retorno esperado maior em alguns dos empréstimos do que em outros, eles sabem quem são maioria dos clientes ruins, porém bancos concorrentes não. Então, se um banco tentar atrair os consumidores de seus concorrentes ao oferecer taxas de juros mais baixas, terá sua oferta anulada por uma taxa igualmente baixa buscada pelo consumidor que possui um bom risco de crédito e não surtirá efeito se o tomador não é rentável como os demais, o que introduz algum ruído no sistema impossibilitando o desenvolvimento de algum equilíbrio. De tal forma, os autores argumentam que a lei de oferta e demanda não é de fato uma lei, e nem deveria ser vista com um pressuposto necessário para a análise de competitividade. Sendo um modelo específico e não uma propriedade geral dos mercados. Os mesmos autores (1992) adotaram modelos combinando seleção adversa e risco moral conjuntamente e separadamente, e observaram que os resultados de equilíbrio obtido são diferentes, corroborando com a hipótese por eles desenvolvida de 'racionamento de crédito'.

medidas, no entanto, podem aumentar o grau de risco do portfólio de empréstimos do banco, por induzir tomadores a investir em projetos mais arriscados, o que desencorajaria os investidores mais seguros (IBDEM).

Contudo, conforme já citado no capítulo anterior, historicamente os intermediários financeiros em geral se especializaram em desenvolver formas de reduzir a assimetria de informação, ao coletarem informações dos tomadores de crédito e criarem relações de longo prazo com os clientes. Assim como, a busca por transparência e inovações também contribuíram para o fluxo de informação do sistema, continuidade desse fluxo ajuda na tentativa de tentar contornar as dificuldades de coletar as informações para avaliar, de forma apropriada, um ativo financeiro MISHKIN (2007b)<sup>28</sup>.

### *II.1.2 Enfoque na defesa do consumidor*

Outra abordagem consiste na hipótese de que, se a informação relevante para a tomada de decisões está distribuída de forma assimétrica, privilegiando alguns em detrimento de outros, existe de certa forma um poder de monopólio. No qual, uma das partes é capaz de extrair vantagens da outra, ao contrário do mútuo benefício que se espera resultar da operação de mercados perfeitamente competitivos (CARVALHO et alli,2000). E, como seu o retorno esperado obviamente depende da probabilidade influenciada pela seleção adversa, o banco poderia até mentir para ser capaz de identificar os clientes mais propensos a pagar (STIGLITZ & WEISS, 1981). Carvalho & Kregel (2010) comentam que o:

“ (...)monopoly power may be a problem in financial markets just as much, if not more, than in other sectors. Banking is a notoriously concentrated activity, where a few very large institutions lead a possibly large number of much smaller banks. As any monopolist, banks can easily overcharge for their services, for instance, while

---

<sup>28</sup> Em seu texto, o autor é mais enfático no que tange as inovações financeiras e das instituições, afirmando que estas colocaram as assimetrias de informação e o risco moral em cheque. Contudo, não foi o que observamos nas raízes da crise financeira recente, conforme tentamos mostrar no capítulo 3.

clients cannot expect much help from the competition. In fact, banking is a good example of an oligopoly, a sector dominated by a few large players, practically everywhere, rather than of classical monopolies.” (p.20)

É importante levar em consideração também que, na prática a maioria dos clientes possui dificuldades para entender a linguagem legal utilizada nos contratos<sup>29</sup>. No entanto, mesmo quando os dados relevantes são postos à disposição dos clientes que desejam aplicar seus recursos junto a uma instituição financeira, raramente, estes conseguem efetivamente avaliar os riscos e retornos envolvidos na operação. Desta forma, o indivíduo que aplica seus recursos nos bancos estaria, sem saber, assumindo riscos muito maiores do que, de fato, se disporia a correr pela remuneração efetivamente recebida (CARVALHO et alli, 2000).

Por outro lado, de certa forma, já existem formas de proteção dada as instituições financeiras, por exemplo, em leis de falência e tomada de colaterais<sup>30</sup>. Em consequencia disto, considera-se que assimetria de informações pode ser especialmente prejudicial aos clientes de instituições, “mais especificamente os pequenos clientes, aqueles que não tem muitas escolhas, nem recebem maior atenção dos funcionários das instituições onde fazem seus investimentos ou obtem seus empréstimos” (IDEM, p.273), fato que justificaria a regulação voltada para a ‘proteção do consumidor’.

Em outras palavras, segundo essa abordagem, a presença de assimetria de

---

<sup>29</sup> Problema grave especialmente no setor de seguros, em que as condições de recebimento de um determinado seguro tem de ser definidas de forma a evitar fraudes, mas que muitas vezes acabam sendo utilizadas para criara restrições o recebimento legítimo do prêmio. Um exemplo interessante que ilustra esse fato é o documentário ‘Sicko’ (2007), de Michael Moore, mostrando, dentre várias outras coisas, como cláusulas abusivas e ambíguas são utilizadas pelos planos de saúde norte-americanos com o objetivo de não oferecer o pagamento para tratamentos, chegando, em alguns casos, a cobrarem de seus na justiça o ressarcimento do que já foi gasto.

<sup>30</sup> Ativos oferecidos como forma de garantia de um contrato de empréstimo. A idéia é que a ameaça de perder o colateral gere, ao tomador do empréstimo, incentivos em não tomar riscos ‘inadministráveis’ e possam acabar levando a um default, reduzindo então risco moral. Segundo Mishkin (2007b), esses mecanismos funcionam melhor quando o ativo é de qualidade suficiente.



informação entre as partes envolvidas em um contrato financeiro<sup>31</sup>, consiste na possibilidade de uns dos lados envolvidos, especialmente o das instituições financeiras, impor termos contratuais a clientes injustificadamente favoráveis a si mesmos ou encobrir deliberadamente informações relevantes para que a transação seja feita de forma clara. Obviamente, o chamado risco moral está presente em ambas as partes. No caso dos clientes, por exemplo, estes podem se ver tentados a não revelar suas reais intenções ao adquirir um empréstimo e ocultar informações que aumentem o risco da operação, ou que até, em certos casos, inviabilizaria a tomada de crédito. No entanto, instituições financeiras possuem vantagens em relação a coleta e processamento de informações, que não são acessíveis pela maioria dos potenciais clientes, principalmente aqueles de menor renda e nível de educação (IBDEM).

É importante ressaltar que, apesar do certo grau de personificação do mercado, presente no discurso da TMF, o tratando quase como uma entidade de vontades próprias, as decisões de gerenciamento dos ativos de instituições bancárias são tomadas por pessoas. E assumir riscos é lucrativo, especialmente quando vantagens acumulam-se em benefício próprio e as desvantagens recaem sobre os outros (WOLF, 2010a). Essa questão reflete o chamado ‘problema do agente principal’, que consiste no fato de existir assimetria de informação em uma relação de representação (ou seja, quando o chamado ‘agente’ age em nome de outra pessoa, no caso o ‘principal’). Em especial quando ambos não possuem acesso igual a informação ou não possuem mesmo nível de expertise para avaliar tal informação (LLEWELLYN, 1999).

Desta forma, no caso da relação de intermediação financeira, as instituições, visando um maior volume de negócios e maiores retornos, acabam tendo incentivos a correrem riscos excessivamente. Pois, caso ocorra algum prejuízo, este acaba recaindo sobre os poupadores que aplicaram seu capital, caso contrário, os lucros ficarão com a instituição. Ou seja, caso o ‘principal’ não esteja devidamente informado, ele pode ser enganado pelo ‘agente’, que age em benefício próprio em detrimento do cliente, e

---

<sup>31</sup> Conforme já citado no capítulo 1.

acabar correndo riscos maiores do que estaria disposto pela remuneração recebida por suas aplicações<sup>32</sup>.

Então, tais limitações justificariam também a imposição de limites as formas de operação do sistema financeiro, assim como a definição de normas busquem um maior nível de transparência das instituições, como exigência disponibilidade certas informações estratégicas para os clientes interessados. Especialmente devido ao fato que os sistemas financeiros são dinâmicos, estando em constante processo sofisticação e diversificação suas atividades, com desenvolvendo de novos tipos de operações, cuja lógica, muitas vezes, é de difícil entendimento mesmo para pessoas envolvidas no próprio setor. Conforme apontam Carvalho & Kregel (2010, p.20): “the 2007/8 financial crises showed that even financial executives didn’t always know exactly what the institutions they run were doing”.

Visões contrárias ao estabelecimento de normas regulatórias argumentam que tais mecanismos possuem efeito distorsivo. Claramente, todo tipo de regulação implica em alguma limitação à escolha privada<sup>33</sup>, pois se não houvesse a possibilidade de comportamentos danosos serem adotados não haveria a necessidade de proibição dos mesmos. Na prática, o objetivo dos instrumentos de regulação é orientar as decisões privadas em direções diferentes daquela que seriam adotadas espontaneamente (CARVALHO & KREGEL, 2010)

Em contra partida, mercados de serviços tendem a operar de forma distorsiva. Um exemplo disso seria incapacidade de avaliação dos benefícios sociais

---

<sup>32</sup> Outro exemplo pode ser observado quando executivos tomam decisões que os beneficiam em detrimento dos acionistas.

<sup>33</sup> O que, em nenhum momento, significa privação de liberdade individual, e sim, a defesa de possíveis danos a terceiros (externalidades negativas, conforme abordado na próxima seção) que possam ocorrer em consequência de decisões equivocadas. Um exemplo do dia-a-dia é um motorista bêbado que pode, não só matar a si mesmo, mas, também, acabar ferindo/matando outras pessoas. Outra analogia ao comportamento dos sistemas financeiros e suas consequências para a sociedade é o desenvolvimento de energia nuclear, que pode ser uma ponte para a construção de armas de destruição em massa e, por isso, necessitam de rigoroso controle por parte de autoridades, tanto em nível nacional, quanto mundial.

de suas operações financeiras<sup>34</sup>, de forma que se faz necessária a criação de instrumentos como forma a tentar garantir a produção constante desses benefícios. Especialmente se interpretarmos que a estabilidade é um bem público, e como tal, a provisão do mesmo se deixada a mercê de agentes privados não será eficiente (IBDEM). Ao centrar-se somente na contabilidade do custo da regulação, que por ser mensurado, exagera-se o verdadeiro custo da regulação, pois, se existem falhas de mercado e nenhuma regulação, o consumidor acaba pagando o preço de não ter seus benefícios incorporados. (LLEWELLYN, 1999)

Ou seja, mesmo que a adoção de instrumentos regulatórios tenha como consequência uma percepção de incentivos a adoção de estratégias que, por si mesmas, aparentem ser excessivamente arriscadas, se justificaria a criação de limites à ação privada. Nas próprias palavras dos autores Carvalho et alli (2000):

“Em termos mais simples, a garantia de sobrevivência do sistema de pagamentos (...) exige a criação de um mecanismo como o prestador-de-última-instância, que dêem o apoio aos bancos depositários. Esse apoio por, sua vez, pode incentiva o público a manter um volume maior de depósitos bancários do que seria o caso na ausência de garantias, incentivando os bancos a emprestar mais, dada a abundância de recursos captados. É possível que, para que os bancos pudessem fazer mais empréstimos, eles tivessem que recorrer a clientes menos seguros, (...) fragilizando a situação (do sistema). E para impedir que isto ocorra que são impostos limites sobre essas aplicações. A regulação torna-se, assim, parte de um complexo sistema em que as externalidades justificam formas de intervenção que, por sua vez, exigem intervenção adicional para controlar os subprodutos da primeira.” p.272

A ideia seria que tais os instrumentos regulatórios gerassem efeitos compensatórios com objetivo de coibir falhas de mercado. Obviamente, no formato ideal, tais medidas seriam formuladas de maneira a compensar exatamente a falha identificada. Porém, a operação real dos mercados é complexa, mutante e dinâmica demais para se chegar a tal nível de perfeição (CARVALHO et alli, 2000).

Destaca-se ainda que regulação e competição não são conflitantes. O

---

<sup>34</sup> A próxima seção aborda justamente os benefícios sociais gerados pelos sistemas financeiros.

propósito da primeira não é substituir a segunda, e sim, reforçá-la e aumentando seu grau de efetividade, ao contornar as imperfeições que comprometem o bem-estar do consumidor. E adotar requisitos de difusão das informações é fundamentalmente importante nesse processo (LLEWELLYN, 1999).

## **II.2 Externalidades e Instabilidade Financeira**

Uma característica importante da atividade dos mercados financeiros é a produção de externalidades positivas e negativas. Desta forma, se existe a geração de externalidades, supõe-se que a sociedade como um todo, e não somente os operadores privados envolvidos nas transações, são beneficiados por esta. Por isso, a regulação se faz necessária para que sejam criadas formas de apoio que garantam o bom funcionamento de tal setor da economia, visando definir um conjunto de normas que permitiam preservar as consequências positivas envolvidas nas operações e eliminar ou atenuar os efeitos negativos. Especialmente pelo fato de que se acredita que a livre interação dos agentes diretamente interessados, compradores ou vendedores, seria insuficiente, por si mesma, para obter esses resultados (CARVALHO et alli, 2000). E, a experiência histórica de países capitalistas mostra que suas economias podem ser expostas a enormes riscos e sofrerem de grandes contrações de renda e emprego, se seus mercados financeiros são deixados sem controle. Independentemente de serem países desenvolvidos ou em desenvolvimento<sup>35</sup> (CAVALHO & KREGEL, 2010).

Desta forma, podemos apontar com um desdobramento positivo, talvez o principal, da atividade financeira, a organização e administração do sistema de pagamentos. Pois em economias de mercado modernas apenas operações de pequeno valor são normalmente liquidadas com moeda de curso forçado. Em outros casos, o mais comum é a utilização de outros meios de pagamento, como, por exemplo, a

---

<sup>35</sup> No caso dos EUA, podemos citar a Grande Depressão de 1930, a recente Crise do Subprime. Assim como outras crises: México em 1994, países asiáticos em 1997, Rússia 1998, Brasil 1999, Argentina 2001.

transferência de depósitos à vista. Ou seja, a facilidade com que as operações de alto valor podem ser realizadas/liquidadas pela transferência de direitos junto algum banco, é sem dúvidas um grande ganho social. De tal modo, que a criação de depósitos à vista pode ser interpretada, não como a decisão dos bancos e dos clientes, mas como um efeito resultante de suas outras preocupações<sup>36</sup>. Com isso, podemos dizer que os benefícios decorrentes da existência de tipo de depósito extrapolam aqueles gerados diretamente por meio da interação entre os agentes em uma transação financeira (CARVALHO et alli, 2000).

Carvalho (2005) faz uma interessante observação sobre a relação entre a moeda escritural e a moeda fiduciária:

“Ao contrário do papel-moeda, cuja aceitação é geralmente obrigatória, de acordo com as leis de contratos de cada país (que define sua moeda legal), o depósito à vista é uma obrigação privada de aceitação estritamente voluntária. Um depósito à vista nada mais é do que a promessa feita por um agente privado, o banco, de entrega de um montante determinado de moeda legal a qualquer momento em que o detentor desta obrigação assim o deseje. A equivalência entre depósitos à vista e moeda legal, aos olhos do público, que os transforma em substitutos perfeitos (e os depósitos à vista em meios de pagamento) depende da confiança que o público tenha de que aquela promessa possa efetivamente ser honrada a qualquer momento por parte do banco que aceitou o depósito. A eventual perda, ou mesmo o abalo desta confiança, pode levar os depositantes a testarem a capacidade de um banco em resgatar os depósitos como prometido.” p.4-5

Outro benefício gerado pela operação do sistema financeiro é a concessão de crédito, que produz sobre a economia, com um todo, efeitos geradores de benefícios mais amplos. Pois, além dos lucros ou da satisfação dos envolvidos na concessão de um empréstimo, é possível gerar externalidades positivas à medida que se “viabiliza que recursos sejam utilizados em escala muito maior do que seria possível se cada um tivesse que tomar suas decisões apenas baseados na disponibilidade de recursos próprios” (CAVALHO et alli, p.272).

---

<sup>36</sup> A concessão e tomada de empréstimos é um exemplo.

Por estas mesmas razões, em uma ‘crise bancária’ temos o efeito contrário. Desta forma, a paralisação da atividade bancária afeta, não somente os imediatamente interessados, mas toda a atividade econômica pode paralisar, principalmente quando suas transações estão baseadas na possibilidade de troca de titularidade saldos em conta-corrente. Pois, a partir do momento que os depósitos a vista se tornam substitutos perfeitos da moeda legal emerge a possibilidade que o colapso de um banco comprometa o sistema bancário, pois essa desconfiança pode se espalhar para outras instituições. Ou seja, a perda de confiança em um dado banco pode resultar na observação de que outro banco também enfrente graves dificuldades. Em especial, se a crença de que as formas proteção existentes não se mostrem suficientes para evitar perdas aos depositantes (CARVALHO 2005).

Possibilidade de ‘crises sistêmicas’<sup>37</sup>, em outras palavras, a chance de que a quebra do mercado financeiro cause deterioração da economia real (MISHKIN, 2007b), está fortemente presente nas atividades exercidas pelo sistema financeiro, é sem dúvidas a principal externalidade negativa. Em especial, se considerarmos o fato de que existe uma interação cada vez maior entre instituições e mercados financeiros<sup>38</sup>, tendo como consequência o aumento na possibilidade de uma rápida transmissão de choques adversos de uma instituição para outra, ou seja, o chamado ‘fenômeno do contágio’. Contudo, tal fenômeno pode ocorrer em decorrência de algo ainda mais difícil de controlar, que é perda de confiança do público por alguma classe de instituição<sup>39</sup>, quando uma delas sofre de algum choque adverso. Então, o risco da transmissão de choques via contágio é outro exemplo negativo eminente a atividade do sistema financeiro, pois se uma instituição faz qualquer transação que aumente seu risco de falência, ela cria, por isso mesmo, custos para outras instituições por mais eficientemente dirigidas que estas sejam (CARVALHO et alli, 2000). E o contágio,

---

<sup>37</sup> Também chamado ‘risco sistêmico’. Na nomenclatura de Mishkin (2007b), ‘risco macroeconômico’.

<sup>38</sup> Basicamente aumento no número de obrigações de uma classe de instituição que se constituem em ativos de outra, e vice-versa.

<sup>39</sup> O fenômeno da ‘corrida bancária’ ocorre quando a maioria dos clientes tenta converter seus depósitos em dinheiro.

conforme observado por esses autores:

“(...) é particularmente dramático porque os efeitos do colapso do sistema bancário não se esgotam no fechamento de um certo número de empresas bancárias, como ocorreria em qualquer outro setor da economia. A perda dessas instituições implica no colapso do sistema de pagamentos baseado na circulação de depósitos e na recessão da economia em função do colapso do sistema financeiro.” p.272

Com disseminação do contágio e perda de confiança, temos como consequência, o chamado o ‘risco de valoração’<sup>40</sup>, no qual os agentes do mercado começam a encontrar dificuldade em precificar os ativos, principalmente quando estes apresentam maiores níveis de complexidade<sup>41</sup>. Fato que dificulta, em alguns casos impossibilita, a negociação dos mesmos, ou seja, dada a opacidade, fica difícil para os investidores, até mesmo, calcularem quais serão efetivamente suas perdas. Desta forma, sabemos que desacelerações da atividade econômica, em geral, resultam em aumento no grau de incerteza, em especial com relação ao valor dos ativos. Com isso, pode-se desenvolver um ciclo de respostas indesejadas<sup>42</sup>, no qual, paralisações na atividade financeiras, seja qual for o motivo, acabam causando declínio dos gastos em consumo e investimento, que causam a contração de atividade econômica. Essa contração aumenta a incerteza do valor dos ativos que resultam em piores interrupções no sistema financeiro, desenvolvendo um ciclo perverso, levando a recessão (MISHKIN, 2007b).<sup>43</sup>

Então, pode-se dizer que as externalidades positivas e negativas não são independentes. Resumidamente, devido ao fato de que os bancos compõem o sistema de pagamentos de uma economia e ao mesmo tempo existe uma ampla rede de

---

<sup>40</sup> No original, *valuation risk*.

<sup>41</sup> Por exemplo, os ‘*structured-credit products*’, conforme abordado no próximo capítulo.

<sup>42</sup> No original, ‘*adverse feedback loop*’.

<sup>43</sup> Essa questão voltará a ser novamente abordada na primeira seção do Capítulo III.

ligações bancárias que permite que a solvência de um banco afete o sistema bancário. De tal forma que uma crise do sistema bancário tende a se irradiar para a economia como um todo. Com isso, um regulador atuaria a nível individual, bancário, embora seu objetivo final seja mais amplo, evitar as severas consequências de uma crise sistêmica (CASTRO, 2007).

Uma abordagem interessante que complementa esse ponto é a Hipótese de Instabilidade Financeira<sup>44</sup> (HIF). Em linhas gerais, a HIF argumenta que uma economia capitalista com um sistema financeiro sofisticado, complexo e em contínua evolução alterna períodos de comportamento estável com períodos turbulentos e caóticos. Tais oscilações são endógenas, emergindo mesmo de situações estáveis, e consequentes da busca de cada agente em atender seus próprios interesses, podendo assumir a forma de inflações interativas, bolhas especulativas ou deflações de débitos inter-relacionadas, e, à medida que essas turbulências se estabelecem, vão adquirindo movimento próprio (LOURENÇO, 2006).

Ou seja, tal característica não é resultante de ações específicas, nem de fraudes decorrentes de atividades mal-intencionadas, mas emergem a própria concorrência do mercado em um período de estabilidade prolongada. E quanto maior a duração desse cenário, mais as instituições financeiras buscarão, diante do acirramento da concorrência, relaxar os critérios, isto é, as margens de segurança da concessão de crédito. É a ideia adotada por Minsky (1982) de que a “estabilidade é instabilizante” (TORRES FILHO & BOÇA JR, 2009).

Contudo, em algum momento tais turbulências tendem a serem revertidas, seja por restrições colocadas por instituições ou práticas, por intervenções de política que afetem a estrutura institucional ou até mesmo por propriedades de auto-organização dos mercados, surgindo, então, condições propícias ao estabelecimento de um novo regime de estabilidade econômica. No entanto, a repetição do mesmo

---

<sup>44</sup> Na qual podemos destacar Hyman Minsky como um dos principais referências sobre o assunto.



comportamento baseado em interesses individuais dos agentes acabará gerando um novo ciclo expansivo, acarretando o surgimento de uma nova onda especulativa, com isso, ao longo tempo, novos regimes de expansões incoerentes e contrações desastrosas se sucederiam. Por essa razão, se faz necessária a aplicação de políticas e construção de instituições econômicas com a finalidade de tentar impedir tal “comportamento incoerente e refrear as tendências cíclicas que resultariam da livre operação das forças de mercado” (LOURENÇO, 2006, p. 14).

A incapacidade do mercado em aprender com erros e experiências anteriores é uma variação da hipótese, que questiona o seu livre funcionamento de forma eficiente. E a própria crise do subprime serviu para dar força a essa visão e acabou sendo utilizada como exemplo, conforme observado por Eichengreen (2008):

“(…) the idea that the markets learn from experience is (...) naive. Ten years from now they will be dominated by a new generation of bond traders who were still wet behind the ears in 2008. These individuals will have no first-hand knowledge of what will have been quaintly referred to in their college textbooks as ‘the subprime crisis’. Almost certainly, as a result, the whole alphabet soup of complex derivative securities will be back.”(p.1)

Ainda um pouco nesta linha, Rodrik (2010) coloca que em alguns casos, mesmo em retrospecto, não fica claro o porquê dos mercados se moverem numa direção e não em outra, e políticas semelhantes produzirão reações distintas, dependendo do modismo presente em cada época<sup>45</sup>. De tal modo que, segundo o autor, os formuladores de políticas devem ter como base princípios econômicos, adotando um comportamento menos dependente de pressões externas ao órgão regulador. Ou seja, especificamente sobre a regulação, os instrumentos devem ser adotados de forma buscar os efeitos desejados, ao invés de ceder a pressões externas baseadas, principalmente, em interesses privados<sup>46</sup>.

---

<sup>45</sup> Nas palavras do autor, o comportamento irá variar de acordo com o “conto predominante ou da coqueluche do momento”.

<sup>46</sup> Ao final do terceiro capítulo esse ponto voltará a ser abordado.

Conforme observam Carvalho & Kregel (2010, p.19): “(...) every time regulation is relaxed, banks overextend their lending until crisis come to stop it”. Deste modo, a chamada regulação prudencial tem como meta impedir a realização de negócios que ameacem a segurança do sistema e que, provavelmente, seriam realizados na ausência desses limites. Tal tipo de regulação visa estabelecer um conjunto restrições sobre as decisões tomadas pelas instituições financeiras em termos de que ativos adquirir e/ou passivos vender, visando garantir que tais instituições sejam geridas com cuidado para evitar riscos em sua operação e evitar que os riscos de colapso se acumulem. Principalmente devido ao fato de que se o público perder sua confiança no sistema e realizarem uma corrida bancária o sistema de pagamentos paralisa.

É importante destacar que grande parte da confiança da população está exatamente no fato de que os Bancos Centrais tem a estabilidade do sistema financeiro como principal missão<sup>47</sup>, e não porque são ingênuos. Como formas de buscar a manutenção do sistema, podemos citar, instrumentos como redesconto de liquidez, seguros de depósitos e a existência de um prestador-de-última-instância, função clássica do Banco Central<sup>48</sup> (CARVALHO & KREGEL, 2010). E, na visão dos autores, a regulação se justifica no fato de que a:

“(…)society actually subsidizes banking activities, through the creation and maintenance of lender of last resort, deposit insurance schemes, etc, is crucial to understand not only why regulation must exist but also why society can place some demands on these firms.” p.19

Segundo Mishkin (2007a), a crise norte-americana mostrou que, apesar do crescimento da globalização e de sua sofisticação, os mercados financeiros ainda são vulneráveis ao risco sistêmico. Desta forma, a operação efetiva de um prestador-

---

<sup>47</sup> Mesmo nos casos em que seus diretores parecem acreditar que combater a inflação é sua única obrigação (CARVALHO & KREGEL, 2010).

<sup>48</sup> O FED foi criado em 1913, pelo congresso norte-americano, com a finalidade de tentar conter os recorrentes episódios de pânico financeiro, comuns no período (KREGEL, 2010b).

de-última-instância, por exemplo, é necessária para restaurar a confiança, ao prover rápida liquidez ao sistema financeiro<sup>49</sup>. Pois, sem a confiança, o sistema se torna mais volúvel ao fenômeno da ‘corrida bancária’, que tem como principal consequência negativa gerar a incapacidade do sistema financeiro de manter os fluxos de créditos para as oportunidades de investimento produtivo. Ou seja, confiança é essencial para a operação financeira de forma eficiente, e também para promover a recuperação ou prevenção de uma crise financeira.

O autor ainda destaca que é importante uma forte supervisão das instituições, pela via prudencial, criando os incentivos adequados para limitar o problema de risco moral decorrente da ação do emprestador de última instância. Tal risco decorre do fato de que fundos oferecidos pelos emprestadores de última instância, que servem como forma indireta de proteção aos depositários e a outros credores de instituições bancárias das perdas, podendo resultar em um comportamento mais propenso ao risco por parte das instituições. E, por isso, seria crucial que governos e instituições dessem maior prioridade às melhorias na forma de supervisão e regulação do sistema, fornecendo recursos suficientes e responsabilidades para os supervisores. Adotando ações imediatas de correção, monitoramento cuidadoso dos procedimentos de gerenciamento de risco das instituições, assim como, uma supervisão próxima das instituições para incentivar o comprometimento com a regulação. Pois, na ausência de supervisão, os bancos serão encorajados a se expor excessivamente a grandes riscos, por sabem que tem pouco a perder, o que acaba elevando o risco sistêmico. O autor destaca também que a supervisão deve ocorrer de modo a responsabilizar os donos e os executivos de instituições que adotem comportamentos oportunistas<sup>50</sup>, para que servia de exemplo para os demais.

---

<sup>49</sup> Segundo o autor, a experiência mostra que quanto antes for atuação menor será a quantidade necessária a ser emprestada.

<sup>50</sup> Ele exemplifica que em alguns casos de instituições que precisam de socorro, o dinheiro oferecido pela autoridade monetária do país é transferido para o exterior, antes que instituição fique completamente insolvente e quebre.

## II. 3 Regulação de balanços e Coeficientes mínimos de Capital<sup>51</sup>

Com apresentado, a regulação prudencial busca primordialmente a defesa do sistema de pagamentos. De tal modo, o controle direto sobre as operações das instituições financeiras, via o estabelecimento de normas a serem cumpridas por estas<sup>52</sup>, foi a primeira forma de regulação das atividades do sistema financeiro adotada, tendo sido a estratégia dominante por longo tempo. O risco de liquidez<sup>53</sup> no sistema bancário, sempre foi uma preocupação constante das autoridades monetárias. Com isso, durante um longo período, o estabelecimento de índices de liquidez, baseados na disponibilidade de reservas primárias e secundárias, que possibilitassem as retiradas de depositantes sem grandes problemas, tiveram atenção especial por parte dos reguladores.

Contudo, com as grandes modificações e inovações ocorridas nas instituições financeiras, e na sua atividade como um todo, fizeram com que a regulação de balanços fosse se tornando obsoleta. Principalmente, se considerarmos o declínio na importância relativa dos depósitos a vista no passivo dos bancos<sup>54</sup> que acabou reduzindo também a eficácia de regulações que se baseava, principalmente, em indicadores relacionados a depósitos.

Em contra partida, houve uma aceitação de que os principais riscos, nos quais as instituições financeiras estão sujeitas, são derivados das lacunas causadas pelos incentivos nocivos ao comportamento das instituições financeiras e, por isso, tais riscos deveriam ser monitorados e contidos pelos reguladores. Desta forma, a

---

<sup>51</sup> A referência básica utilizada nessa seção foi CARVALHO et alli (2000).

<sup>52</sup> Como por exemplo, o banimento de certas classes de atividades a cada tipo de instituição e imposição de indicadores quantitativos objetivos para o julgamento da adequação das operações permitidas. Bem como, a imposição de limites quanto a natureza das aplicações e o estímulo a constituição de reservas suficientes para atender a demanda por resgate de depósitos.

<sup>53</sup> A diferença de maturidade entre os ativos e passivos de uma instituição pode fazer com que ela não seja capaz de atender a demanda de seus clientes por saques resgate de suas aplicações.

<sup>54</sup> Conforme abordado no capítulo 1.

busca pela manutenção da segurança do sistema financeiro e, conseqüentemente, do sistema de pagamentos, consistiria em tentar evitar que as instituições corressem riscos além do que pudesse ser considerado aceitável. Já que o modo no qual o sistema opera acaba criando uma estrutura de incentivos a esse tipo de comportamento nocivo. Com isso, ganhou importância a criação de incentivos que compensassem aplicações de maior risco, ou seja, o foco passou para os ativos dos bancos em detrimento dos passivos, diferentemente na estratégia anterior.

Essa natureza tutelar da regulação teve um marco, em 1988, no chamado Acordo de Basiléia I<sup>55</sup>. No qual, se estabeleceu a imposição de capital regulatório, que corresponde uma quantidade percentual de capital em relação aos ativos dos bancos que recebem uma classificação de risco<sup>56</sup>, sendo que, dependendo do grau de risco, o fator poderia variar de zero a 300%. O quociente capital sobre tal ativo deveria, a princípio, ser de no mínimo 8%<sup>57</sup>, tendo seu valor elevado para 11%, em 1997. O raciocínio básico é que quanto maior o requerimento de capital, menor será a capacidade de alavancar o crédito dos bancos o que, teoricamente, tornaria o sistema mais seguro (CASTRO, 2007).

Ou seja, cada instituição deveria constituir um capital próprio em valor proporcional as suas aplicações, dependendo da categoria de risco de crédito estabelecida para cada ativo. A intenção principal desse instrumento era fazer com que os bancos passassem a comprometer seu próprio capital e, neste caso, se ocorresse uma quebra do banco, o prejuízo não estaria restrito a perda capital de terceiros. Desta forma, acreditava-se que compensaria os incentivos negativos a

---

<sup>55</sup> O acordo, em princípio, se concentrava em bancos de atuação internacional e em países industrializados, com objetivo de nivelar as condições de competição entre bancos submetidos a diferentes marcos regulatórios. Com o passar dos anos foi estendido a todo tipo de banco e em vários países CASTRO (2007). No Brasil, por exemplo, foi introduzido em 1994.

<sup>56</sup> Ativo Ponderado pelo Risco (APR).

<sup>57</sup> Segundo a recomendação internacional, mas em geral, esse valor poderia ser adaptado pela autoridade monetária local. Por exemplo, para “operações de crédito em geral e outros créditos”, cujo percentual era de 100%, deveriam ser provisionados 8% de capital sobre o valor da operação. Já para “repasses financeiros” o coeficiente era 50% bastando, então, 4% de capital a ser provisionado

aceitação excessiva de riscos, conforme já citado. Podemos, então, dizer essa estratégia é forma de regulação prudencial, mas que também engloba a defesa do consumidor<sup>58</sup>, diferentemente da estratégia de controle dos balanços. Também, acreditava-se que seria reduzido o trabalho dos supervisores, que não seriam mais obrigados a examinar detalhadamente os balanços das instituições. Assim como, seriam extintas as imposição de indicadores quantitativos de desempenho, gerando, conseqüentemente, uma relativa liberalização da atividade bancária, desde que fossem cumpridos os requisitos mínimos de capital.

Desde seu lançamento, o Acordo de Basileia I foi alvo de críticas<sup>59</sup>, e com o passar dos anos algumas limitações se tornarem evidentes e emendas no texto original foram feitas. O acordo originalmente se concentrava em combater os riscos de crédito, contudo, os bancos que estavam, constantemente, diversificando suas atividades e se expondo, cada vez mais, a diferentes tipos de riscos que não eram inicialmente contemplados no acordo. Com isso, o próprio começou, em parte, a ser responsabilizado pela crescente exposição a novos riscos, pois, conforme apontado em Carvalho et alli (2000):

“(...) ao impor coeficientes de capital sobre tipos de crédito, este acabou ficando mais caro em comparação a outras formas de intermediação financeira, cujos riscos não tivessem que ser compensados pela constituição de capital próprio. Desta forma, o acordo, que já corria riscos de se tornar obsoleto devido a diversificação da atividade bancária, também passou a correr o risco de, paradoxalmente, torna o sistema bancário possivelmente mais frágil do que sólido.” p.276

Ao focar sua estratégia no risco de crédito, o acabou estimulando que os bancos mudassem mais rapidamente sua composição de ativos, dando favorecimento a participação no mercado de títulos, sobre a qual não incidiam obrigações regulatórias. Em outras palavras, o acordo acabou estimulando os bancos a buscarem

---

(CASTRO, 2007).

<sup>58</sup> Conforme apresentado anteriormente os consumidores em geral possuem grande dificuldade em avaliar os riscos que incorrem as instituições nas quais seus recursos estão aplicados.

<sup>59</sup> Para um resumo dessas críticas ver Castro (2007) e Carvalho (2005).

a diminuição de custos operacionais privilegiando a participação em processos de securitização.

As tentativas de revisão dos princípios do acordo buscavam manter como estratégia básica de regulação o estabelecimento de coeficientes mínimos de capital. Contudo, estes seriam recalculados de modo a aumentar o escopo dos riscos contemplados, como os de mercado<sup>60</sup> e liquidez<sup>61</sup>. O problema desta abordagem se deveu a uma tendência inicial em tratar os diferentes tipos dos riscos de forma aditiva, i.e, seriam definidos novos coeficientes de capital proporcionais a esses outros riscos e que seriam somados aos demais coeficientes, porém, o cálculo mais adequado dos riscos que determinada carteira de ativos envolve deveria considerar que os riscos não são independentes e que interação deles depende do perfil específico de cada carteira.

Na realidade, se observou que, essa estratégia fosse mantida, o resultado obtido seria exatamente o contrário do desejado inicialmente. Primeiramente, no que diz respeito a atividade regulatória, as constantes modificações e inovações aumentam o nível de complexidade da atividade financeira<sup>62</sup>, o que tornaria a atividade de monitorar eficientemente a vulnerabilidade efetiva do sistema financeiro, uma tarefa quase impossível para os supervisores. Pois, demandaria conhecimentos mais específicos e detalhados, bem como, um controle sobre estratégias muito mais complexas. Fato que, além de mais trabalhoso do que esperado, também estaria fora do alcance de grande parte dos países que aderiram a esse tipo de estratégia. Outro ponto é relativo à tarefa quase impossível de tentar estabelecer um conceito de risco mais abrangente, que permitisse estabelecer coeficientes aplicáveis a qualquer perfil de carteira de ativos.

---

<sup>60</sup> O risco de mercado superestimar a capacidade de absorção de um título pelo mercado.

<sup>61</sup> O risco de liquidez consiste, basicamente, na diferença entre o tempo de maturidade dos ativos, que pode fazer com que a instituição fique sem recursos disponíveis quando necessário.

<sup>62</sup> Novos mercados e instrumentos, diversificação de atividades etc.

Também em função destas dificuldades apresentadas pelo acordo, em meados da década de 1990, ganhou força a visão de que a regulação prudencial deveria, ao invés de tentar focar em características e itens específicos relativos a operação das instituições financeiras, se ater as suas estratégias de investimento. Pois, segundo esse argumento, são as estratégias adotadas que definem o grau de risco escolhido e não as características de cada tipo de risco aditivo isoladamente.

Adotou-se, também, a suposição de que seria não seria possível estabelecer um sistema de regulação e supervisão mais minucioso, em contra partida à grande dificuldade de se desenvolver um sistema mais simplificado de avaliação e compensação de riscos, resumido a um conjunto pré-estabelecido de indicadores, como os coeficientes mínimos de capital fixados anteriormente. Criando, com isso, um ambiente favorável aos defensores da estratégia de autoregulação, na qual próprios bancos seriam incumbidos da tarefa de definir uma estratégia de avaliação e tratamento dos riscos<sup>63</sup>. E estas se tronariam as estratégias formais de controle, descritas em modelos quantitativos<sup>64</sup> submetidos a autoridades reguladoras e/ou supervisoras para aprovação (CARVALHO, 2005).

No entanto, ao final da década as crises, na Ásia (1997) e na Rússia (1998), causaram fortes perdas às instituições financeiras, que, teoricamente, deveriam estar adotando tais estratégias, ‘mais eficazes’, de proteção. Foi observada, então, uma falha intrínseca na metodologia da abordagem proposta, o cálculo do valor em risco se baseia nas séries históricas de volatilidade do mercado, quando algum choque ou comportamento inesperado ocorre, pode-se acarrear perdas para as quais as instituições, que estão se defendendo ‘contra o passado’, podem não estar

---

<sup>63</sup> Conforme abordado na última seção do Capítulo 1.

<sup>64</sup> Existem vários modelos para cálculo de risco e o principais utilizados à época foram os derivados da família VAR (*value at risk*), que calculam as perdas a serem incorridas em caso de eventos adversos previsíveis. Desta forma, os coeficientes de capital seriam estabelecidos em função deste valor colocado em risco por uma dada estratégia.



preparadas<sup>65</sup>. No entanto, mesmo outros modelos não seriam capazes de produzir respostas suficientes e preverem comportamentos como o default de um país, por exemplo.

Em consequência desses acontecimentos, em 2004, foi anunciada uma reformulação no acordo de 1988, conhecida como Basiléia II, cujo objetivo foi tentar alinhar os incentivos que os reguladores queriam dar aos bancos, para que estes adotassem posturas mais cautelosas, com os incentivos que os próprios bancos desenvolveram. De outra forma, podemos dizer que ideia era fazer com que o regulador buscasse impor um coeficiente de capital a cada banco, que fosse exatamente aquele que o banco escolheria voluntariamente na sua administração privada de riscos<sup>66</sup>. Além de receber as mesmas críticas já levantadas com relação acordo anterior, o novo acordo foi apontando como incentivador a novas formas de concentração bancária e que, ao final, gerava pouca segurança com relação aos riscos os quais pretendia prevenir.

No entanto, antes mesmo que todos os países conseguissem implementar completamente seus planos do acordo<sup>67</sup>, aconteceu a crise norte-americana e o acordo foi mais uma vez revisto (Basiléia III). Contudo, na prática, ele não resultou uma reestruturação do sistema financeiro, apenas tentou promover remendas na formulação já existente<sup>68</sup>. Em especial, destaca-se que a porcentagem dos coeficientes estabelecidos é relativamente muito baixa ao total de exposição do banco. E, na crise recente, observamos que os papéis lastreados nas hipotecas de alto risco recebiam

---

<sup>65</sup> Outro tipo de modelo utilizado para tentar cobrir essa deficiência foi o *stress test* (teste de resistência), que consiste em determinar quais perdas uma carteira poderia sofrer considerando não só as condições normais de volatilidade, mas também, circunstâncias particularmente graves, a serem consideradas por cada instituição.

<sup>66</sup> Nesse novo modelo, foram estabelecidos 3 pilares: a exigência de capital, inspeção regulatória e disciplina de mercado. Um resumo desse modelo está CASTRO (2007) e CARVALHO(2005).

<sup>67</sup> Por exemplo, o Brasil, que inicialmente traçou metas para serem implementadas até o ano de 2011.

<sup>68</sup> Para uma série de críticas ao novo acordo ver Wolf (2010b).

ótimos níveis de risco<sup>69</sup>, o que significa que os bancos não necessitavam reservar parte de seu capital para esse tipo de operação, mostrando a fragilidade desse tipo de exigência.

---

<sup>69</sup> Conforme será abordado no Capítulo III.

## CAPÍTULO III

### III.1 *Booms* e Depressões

A ascensão e o fracasso das instituições e dos instrumentos financeiros são parte de um longo processo de elevações e quedas nos mercados de ações, empréstimos, commodities, câmbio e outros ativos. Desta forma, os ciclos de crédito também estão intimamente ligados ao ciclo de negócios (BORDO, 2007).

Para Fisher (1933) ‘booms’ e depressões se originam predominantemente em, um excesso de endividamento que culmina em uma deflação, de tal modo que todos outros efeitos seriam apenas desdobramentos desse processo. Desta forma, excessos de investimento e de especulação também seriam importantes, mas teriam resultados menos sérios quando não feitos com dinheiro emprestado e agravados quando realizados conjuntamente com endividamento excessivo. Segundo o autor, se assumimos que a partir de certo momento exista o estado de sobre endividamento, esse tende a levar a um processo de ‘liquidação’ (resgate dos ativos), por meio de um comportamento de ‘alarme’ de um dos devedores ou credores, ou ambos. E, para ele, é evidente que dívida e deflação conseguem de longe explicar uma grande massa de fenômenos de uma maneira muito simples e lógico<sup>70</sup>, definindo, então, a seguinte cadeia de consequências:

“(1) Debt liquidation leads to distress selling<sup>71</sup> and to (2) Contraction of deposit currency, as bank loans are paid off, and to a slowing down of velocity of circulation.

---

<sup>70</sup> Fisher afirma que o dinheiro fácil é a grande causa de mais empréstimos, pois, quando um investidor pensa que pode fazer mais de 100 por cento ao ano pelo empréstimo de 6 por cento, ele será tentado a contrair empréstimos, e investir ou especular com o dinheiro emprestado. Sendo este, segundo o autor, o fator principal para o sobre-endividamento de 1929. Invenções e melhorias tecnológicas criadas oportunidades de investimento maravilhoso, e causou grandes dívidas. Desta forma, a psicologia do público ao contrair uma dívida para tentar ganhar com ela, passa por várias fases mais ou menos distintas: (a) a atração de grandes dividendos futuros ou ganhos de renda no futuro remoto, (b) a esperança de vender com lucro e realizar um ganho de capital no futuro imediato, (c) a tendência à incentivos para ações imprudente, aproveitando o costume do público a grandes expectativas, (d) o desenvolvimento de fraudes impostas a um público crédulo e ingênuo (FISHER, 1933).

<sup>71</sup> Venda de bens por um valor inferior com a finalidade de pagar dívidas.

This contraction of deposits and of their velocity, precipitated by distress selling, causes (3) A fall in the level of prices, in other words, a swelling of the dollar. Assuming, as above stated, that this fall of prices is not interfered with by reflation<sup>72</sup> or otherwise, there must be (4) A still greater fall in the net worths of business, precipitating bank-ruptcies and (5) A like fall in profits, which in a “capitalistic”, that is, a private-profit society, leads the concerns which are running at a loss to make (6) A reduction in output, in trade and in employment of labor. These losses, bankruptcies, and unemployment, lead to (7) Pessimism and loss of confidence, which in turn lead to (8) Hoarding and slowing down still more the velocity of circulation.

The above eight changes cause (9) Complicated disturbances in the rates of interest, in particular, a fall in the nominal, or money, rates and a rise in the real, or commodity, rates of interest.” p.342

Desta forma, na visão de Mishkin (2009b), durante períodos de desconfiança em relação a atividade financeira, o fluxo de informação pode ser perturbado e a precificação dos ativos pode ser dificultada, os altos ‘spreads’ e a aversão em adquirir ativos são resposta natural para o aumento da incerteza. Com isso, durante a recessão, a deterioração dos balanços dos bancos pode intensificar os problemas, já abordados, de seleção adversa e risco moral, porque remove um importante canal no qual a informação assimétrica é mitigada, o uso de colateral. Pois, se o tomador de um empréstimo garantido por colateral não pagar por ele, o efeito da seleção adversa é maior, por que o prestador, visando diminuir sua perda, pode tomar esse ativo dado em garantia. Contudo, durante contrações da atividade econômica, o valor do colateral pode cair, e os problemas de seleção adversa e risco moral novamente se tornam centrais, os emprestadores se tornarão menos propensos a emprestar, criando um novo ciclo recessivo<sup>73</sup>.

### **III.2 Origens da Crise Norte-Americana**

Turner (2009a) aponta como embrião da crise financeira norte-americana interação entre os desequilíbrios macroeconômicos<sup>74</sup> e a evolução dos mercados

---

<sup>72</sup> Tentativa de retirar a economia de um estado de recessão.

<sup>73</sup> Conforme abordado no Capítulo 2.

<sup>74</sup> Aprofundados ao longo dos 10-15 anteriores a crise.

financeiros<sup>75</sup>. Uma característica peculiar nesta crise, consequência de tal evolução, foi a onda de inovações financeiras e a emergência dos ‘*credit structured products*’, apontados como fato crucial para a contaminação de setores não financeiros e disseminação dos riscos para instituições não-financeiras. Especialmente devido a assimetria de informação que dificultava os investidores enxergarem qual a verdadeira volatilidade de suas aplicações (BORIO, 2008).

Observamos a origem de tais desequilíbrios no fato de países, como por exemplo, China, Japão e alguns outros em desenvolvimento do leste asiático, acumularem grandes superávits em conta corrente. E, em contra partida, ocorreram grandes déficits em conta corrente nos EUA, assim como no Reino Unido, na Irlanda, Espanha e alguns outros países. Ou seja, os países asiáticos, em especial, apresentaram elevados níveis de poupança, que estavam em excesso relativamente a seu investimento interno, e desta forma acumularam créditos com o resto do mundo (TURNER, 2009a).

Devido ao empenho dos países poupadores, especialmente a China, em fixar ou significativamente administrar as taxas de câmbio, estas poupanças crescentes assumiram basicamente a forma de reservas do banco central, que em geral é investida, não em uma ampla gama de capital, bens ou ativos de renda fixa, mas quase que exclusivamente, em ativos aparentemente livres de risco ou próximo disto, como títulos de Governo ou garantidos pelo Governo. Estes, por sua vez, fizeram uma redução nas taxas básicas de juros, a níveis historicamente baixos. Em 1990, o índice de risco-livre ligado a títulos do governo, nos EUA ou Reino Unido, em um rendimento de mais de 3% em termos reais, nos últimos anos anteriores a crise o rendimento foi inferior a 2% e, às vezes chegando a 1% (IDEM).

Um longo período com taxas de juros reais baixas acarretou dois efeitos.

---

<sup>75</sup> Desenvolvida, em especial, nas últimas 3-4 décadas, conforme abordado no Capítulo I. Mas que teria se acelerado nos últimos 10-12 anos, também, por conta de tais macro-desequilíbrios.

Primeiramente, o rápido crescimento na extensão do crédito em alguns países desenvolvidos – em especial os EUA e Reino Unido, e em particular, mas não exclusivamente, para hipotecas residenciais – acompanhado de uma degradação dos padrões de crédito, alimentando *booms* nos preços de imóveis. E, em segundo, uma busca feroz por maiores rendimentos por parte dos investidores, visando compensar, pelo menos parcialmente, a queda das taxas livres de risco (IBDEM). Em outras palavras, se observou um processo de financeirização da riqueza, no qual a lógica financeira se tornou gradativamente um padrão sistêmico globalizado e dominante. Fato este que, juntamente com políticas monetárias frouxas do FED, levou a economia americana a um brutal aumento nos níveis de consumo e investimento durante a década de 90, acarretando em elevação dos níveis de endividamento do Estado, das famílias, das empresas e dos bancos (TAVARES, 2009).

Conforme dito anteriormente, também, foi observado o crescimento das inovações das instituições e instrumentos financeiros. Tais inovações, apesar de aparentemente serem capazes de diluir os riscos, ao mesmo tempo evitavam a regulação por parte das autoridades financeiras e acabavam por espalhar os riscos para outros setores de forma encoberta. Pois, muitas vezes pessoas e empresas investiam seus recursos sem saber em que tipo de ativo estava, efetivamente, lastreada sua aplicação. Conforme abordado mais adiante.

Desta forma, sabemos que as inovações juntamente com uma dinâmica macroeconomia que favorece momentos de euforia<sup>76</sup>, tipicamente precedentes a alguma crise, sustentaram a tendência de um comportamento otimista, gerando importante efeito sob o mercado de crédito imobiliário nos EUA, que viveu um momento de forte expansão na concessão de empréstimos de hipoteca para aquisição de imóveis no período entre 2001 e 2006.

Conforme observou Taylor (2007):

---

<sup>76</sup> Ambiente de baixa inflação, crescimento real do PIB e baixas taxas juros.

“With the low money market rates, housing finance was very cheap and attractive – especially variable rate mortgages with the teasers that many lenders offered. Housing starts jumped to a 25 year high by the end of 2003 and remained high until the sharp decline began in early 2006.” p.2

Tal expansão tornou possível a incorporação de novos potenciais tomadores de financiamento imobiliário, anteriormente preteridos pelas instituições públicas e privadas de crédito por não atenderem requisitos mínimos que demonstrassem se eles teriam condições de arcar com as parcelas de seus financiamentos. Ou seja, empréstimos com maior risco, o chamado segmento *subprime*.

### **III.3 Atuação das Instituições Financeiras nos Empréstimo *subprime* e Securitização**

Com o crescimento na emissão de títulos de hipoteca de maior risco, entre 2001 e 2006, a participação do segmento *subprime* total das operações mais do que dobrou (Tabela 1). Com isso, se iniciou um processo de constante securitização desses créditos, de modo que, para evitar que se expusessem por muito tempo com um único tomador de empréstimos, os bancos acabavam atuando basicamente como intermediários. Pois, apesar de originarem as operações de concessão de crédito imobiliário, emitiam papéis lastreados em vários tipos de empréstimos, incluindo os *subprime*, que eram vendidos a investidores no mercado de capitais, tais como fundos de pensão, companhias de seguro, *hedge funds* e pessoas físicas. Esse processo é conhecido como “originação e distribuição”<sup>77</sup> (BORIO,2008).

As operações de crédito do seguimento *subprime* além serem de alto risco de crédito, não contava com as garantias tradicionais oferecidas pelo governo federal norte-americano para tomadores de baixa renda. Em geral, os financiamentos desse seguimento se apresentavam interessantes para seus tomadores, pois, em alguns casos estavam sob forma de hipotecas com taxas ajustáveis apenas depois dois ou três anos

---

<sup>77</sup> Em inglês, *O&D Model*. Segundo Borio (2008) não é um modelo inédito, na verdade, é a essência da atuação dos bancos de investimento.

iniciais, dos 30 anos de duração do contrato. Ou, também, no formato de hipotecas não-tradicionais, que preveem o pagamento apenas de juros nos anos iniciais do contrato (IEDI, 2008).

Tabela 1- Emissão de Hipotecas nos Estados Unidos (2001-2006).

ANOS	HIPOTECAS EMITIDAS (US\$ BILHÕES) (A)	HIPOTECAS SUBPRIME (US\$ BILHÕES) (B)	(A)/(B) %	HIPOTECAS SUBPRIME SECURITIZADAS (US\$ BILHÕES)	(C)/(B) %
2001	2.215	190	8,6	95	50,4
2002	2.885	231	8,0	121	52,7
2003	3.945	335	8,5	202	60,5
2004	2.920	540	18,5	401	74,3
2005	3.120	625	20,0	507	81,2
2006	2.980	600	20,1	483	80,5

Fonte: Elaboração Torres Filho & Boça Junior (2009), com base em Wray (2007).

Outro fator relevante foi a forma na qual se financiavam os créditos desse seguimento. Basicamente, via colocação de títulos no mercado de capitais, e foi nesse ponto que os grandes bancos, as corretoras e agências *rating* norte-americanas tiveram um papel crucial, conforme visto mais adiante. As instituições financeiras privadas realizavam o repasse dos créditos securitizados a terceiros por meio de uma engenharia financeira que se iniciava via transferência de diferentes contratos de hipotecas para um tipo específico de fundo de investimento. O chamado *mortgage pool*, que emitia cotas de diferentes classes, sendo que cada uma delas incluía os ativos com mesma probabilidade de perdas, e que possuíam retornos diferenciados de acordo com o risco assumido por cotista. Ou seja, tranches lastreadas em hipotecas de maior risco de inadimplemento ofereciam maior rentabilidade. A proporção de relativo a cada tranche, bem como a sua combinação de risco-retorno, eram calculadas com base em modelos estatísticos de gestão de risco, aceitos pelas principais agências classificadoras, o que, aparentemente, dava credibilidade a atividade realizada



(TORRES FILHO & BOÇA JR, 2009).

No mercado de capitais, as cotas eram divididas em três grandes grupos: 1) baixo risco, classificadas em AAA, AA e A, negociadas diretamente no mercado a investidores; 2) médio risco (BBB, BB e B), que eram transferidas a fundos de CDO<sup>78</sup> (*Collateralized Debt Obligations*), um tipo de instrumento financeiro lastreado em hipotecas já securitizadas, juntamente com outros tipos de títulos de dívida<sup>79</sup>; e 3) de altíssimo risco, que eram submetidas a um novo processo de transformação financeira por meio de derivativos de crédito, e acabavam melhorando sua classificação de risco. A parcela de maior risco, no caso a que assumiria as primeiras perdas provenientes de atrasos ou inadimplemento, ficou conhecida como *toxic waste*<sup>80</sup>. Os investidores desse seguimento acabavam funcionando como amortecedores de risco para os demais investidores. No momento em que os prejuízos superassem o valor desse aporte, os investidores da classe de risco seguinte (nível B) automaticamente assumiriam as perdas e assim se repetia o processo continuamente até que as perdas alcançassem as classes de menor risco entre todas (nível AAA), as mais seguras, pois só teriam alguma perda se as demais classes sofressem prejuízos integrais (IDEM). Todo esse processo é ilustrado de forma esquemática na Figura 1.

Sem dúvidas os grandes bancos tiveram um papel ativo na subscrição desses produtos financeiros estruturados<sup>81</sup>. E, conforme informa IEDI (2008) as novas emissões tinham se acelerado a partir de 2002, com crescimento médio superior a

---

<sup>78</sup> Bem como suas variações e outros títulos de curto prazo como os *asset-backed commercial papers* (ABCP). Os ABCP's são *commercial papers* lastreados em recebíveis comerciais com maturidade de 90 a 180 dias.

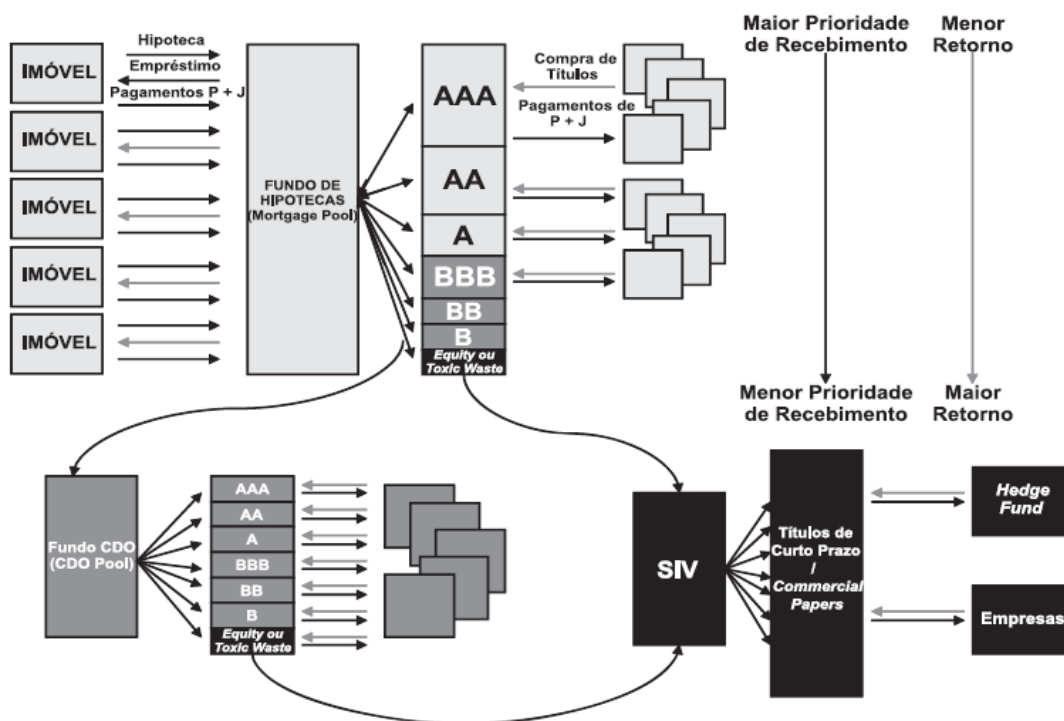
<sup>79</sup> Como, por exemplo, recebíveis de cartões de crédito, de financiamentos de automóveis, empréstimos estudantis, ou até mesmo outros investimentos imobiliários.

<sup>80</sup> Lixo tóxico (em português). Denominação dada devido ao fato de serem ativos de difícil aquisição. Também chamada de *equity* (patrimônio líquido).

<sup>81</sup> Apenas cinco bancos – Merrill Lynch, Citi, UBS, Wachovia e Goldman Sachs – foram responsáveis por 53,5% dessas transações, subscrevendo emissões no valor de US\$ 103 bilhões, ou seja, 58% do total IEDI (2008).

40% ao ano entre 2003 e 2006. Em 2007, mesmo com depois dos primeiros sinais da crise terem emergido, as emissões de CDO tiveram um volume total de US\$ 177,6 bilhões, o que significou um recuo de 5,0% das emissões em relação ao ano anterior.

Figura 1



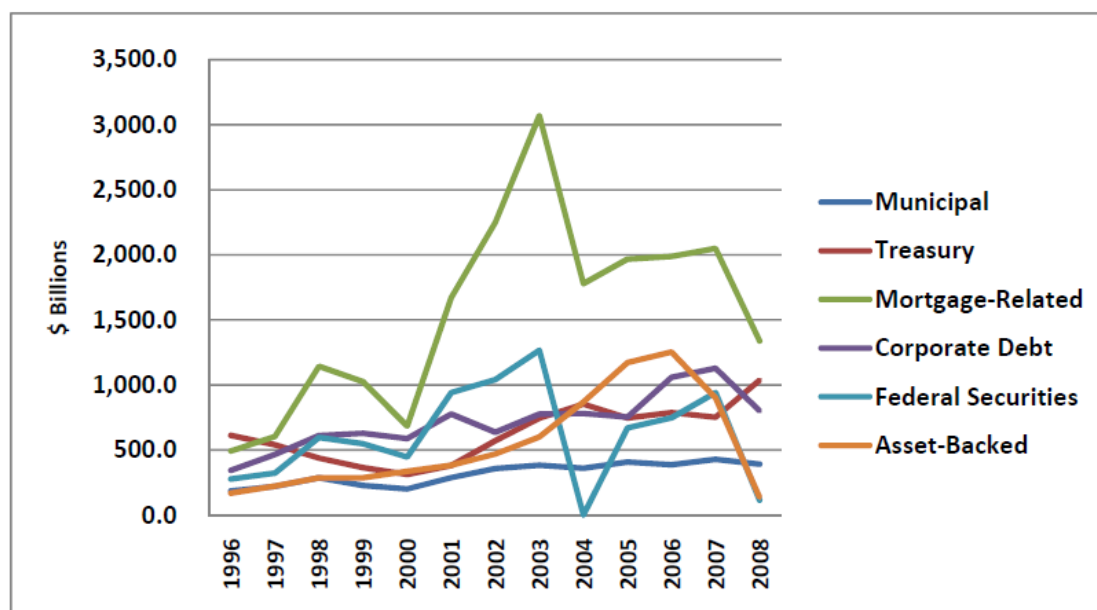
Fonte: Torres Filho (2008).

O Gráfico 1 ilustra não só aumento na emissão de ativos relacionados a hipotecas, e sua posterior queda, mas também a sua grande proporção em relação aos demais tipos de ativos no mercado de capitais. É interessante observar que, entre 2004 e o início de 2007, os *asset backed* ganham força se tornando o segundo em volume no mercado, superando até mesmo as dívidas corporativas, mas praticamente desaparecem após o início da crise.

Os fundos de CDO citados anteriormente teriam como objetivo diluir riscos e reduzir o custo de captação dos créditos, ao montar uma carteira composta por diversos títulos e contratos agrupados de maneiras diferentes e utilizando

instrumentos financeiros dos mais variados, assim criar um novo ciclo de repasse dos papéis lastreados em parte nas hipotecas *subprime*. Desta forma, entendia-se que uma hipoteca individualmente teria pouca influência no risco de uma carteira, de forma que comparando com o os títulos originários a classificação de risco de conjunto poderia ser melhor. Na verdade, não só os títulos, mas também os fundos lastrados em hipotecas *subprime* foram classificados como de baixo risco, chegando até a receber *investment grade*<sup>82</sup> de agências classificadoras internacionais. Por meio deste processo, em alguns casos “os bancos conseguiam que até 75% das dívidas colocadas no fundo CDO dessem lugar a novos títulos” (Torres Filho e Borça Jr., 2009, p.303).

Gráfico 1 – Emissões no Mercado de Capitais Norte-Americano



Fonte: Gordon (2010).

Opiniões divergem sobre o grau de responsabilidade das agências de *rating* nesse processo. Torres, H. (2010) afirma que a regulação frouxa acabou por “construir muralhas da China entre os criadores dos papéis e as agências avaliadoras de crédito”. Já Stephens (2010) afirma que elas foram “profundamente cúmplices na tramóia que

<sup>82</sup> Significa, em português, ‘grau de investimento’, ou seja, possuem uma classificação de risco que indica a aquisição do ativo.

fez instrumentos de dívida sem valor serem reconicionados para parecerem ser títulos financeiros de primeira linha”.

A princípio, independentemente do risco moral envolvido na atividade das agências classificadoras, o relevante foi que esse “fenômeno financeiro”, criado pelos bancos e endossado por elas, possibilitou uma ampla disseminação do risco crédito, que acabou saindo do poder nas instituições financeiras que originaram as hipotecas do tipo *subprime* e parando nas mãos dos mais variados tipos de investidores. Inclusive os mais avessos a riscos, os investidores institucionais, como os fundos de pensão e companhias de seguro que respeitavam as regras de prudência (CINTRA & CAGNIN, 2007).

Contudo, após ciclos repetidos de securitização dos papéis, ainda restava o inevitável resíduo resultante de toda essa engenharia financeira, o *toxic waste* anteriormente citado. A saída encontrada para diminuir os custos de financiar essas dívidas, e ao mesmo tempo não comprometer os balanços dos bancos e corretoras que originavam os fundos imobiliários, bem como reduzir as exigências de capital liberando recursos para novas aplicações, foi a criação das chamadas SIV's (em sigla em inglês de *Structured Investment Vehicles*). Nada mais do que empresas com o propósito específico de emitir *commercial papers*, lastreados em hipotecas e garantidos por linhas de crédito contingente fornecidas pelos bancos comerciais, muito usados nos EUA para remunerar aplicações de recursos dos caixas de empresas. Então, na prática, parte da carteira de crédito *subprime* das instituições que os originou era repassada para as SIV's, gerando uma proliferação das operações *off-balance* o que possibilitou altíssimos níveis de alavancagem<sup>83</sup>. Segundo Eichengreen (2008), antes do estouro da crise, bancos comerciais tinham, em média, um ativo total de dez vezes o seu patrimônio líquido, já no caso dos bancos de investimento chegava

---

<sup>83</sup> Segundo IEDI (2008), as hipotecas *subprime* compunham 25% dos ativos das SVI's e 100% dos ativos das SVIs lites, modalidade mais recente de SVI que chegava a operar com alta alavancagem, em torno de 40 a 70 vezes dependendo do colateral.

a incríveis vinte e quatro vezes.

A situação foi agravada pelo fato de que os bancos de investimento e as instituições não-financeiras, incluindo as SIV's, não estavam no escopo de instituições sob a tutela do FED, que se limitava a supervisão de bancos comerciais. O que dificultava qualquer ação preventiva por parte da autoridade norte-americana. Pois, por muito tempo se acreditou que o risco sistêmico não se originasse em instituições não bancárias, contudo, essa crise mostrou que não só a subscrição de papéis é importante para a disseminação de riscos, mas também para esconder os reais riscos envolvidos nas operações (CARVALHO & KREGEL, 2010).

Conforme citado no capítulo 1, antes mesmo de oficializar a liberação das atividades exercidas pelos bancos, estes já atuavam no seguimento de hipotecas por meio de subsidiárias, o que criou uma lacuna na regulação do sistema financeiro norte-americano. E, em 1998, foi formalizado que não seriam supervisionadas subsidiárias não-bancárias de instituições bancárias, ou seja, na prática, as hipotecas estavam sob o guarda-chuva regulatório apenas no momento de sua originação. Foi justamente essa atitude que possibilitou que os bancos tirassem de seus balanços suas exposições com financiamentos, através da criação das tais SVI's, que ficavam fora do alcance dos reguladores. Como resultado, cerca de 13% do total de empréstimos *subprime* realizados nos EUA, entre 2004 e 2007, por filiais do banco foram de fato não regulamentadas (KREGEL, 2010a).

#### **III.4 Quebra dos Ciclos de Refinanciamento, Processo de Deflação de Ativos e Paralisação do Mercado Interbancário**

Conforme já citado, devido ao longo tempo de maturação, as operações de hipoteca do tipo *subprime*, em geral, possuíam regimes de taxas de juros reajustáveis. Contudo, durante o período de 2001 a 2004, as taxas de juros americanas apresentavam um forte movimento descendente (observado no gráfico 2), juntamente

com um contínuo aumento do preço dos imóveis (observado no gráfico 3). Fatos que possibilitavam o refinanciamento constante da dívida, no qual se reduzia o valor das prestações e aumentava o valor financiado, sendo que o credor recebia um soma de dinheiro proporcional a valorização líquida do imóvel. Desta forma, era possível liquidar o empréstimo, recontratando um novo financiamento e ainda se recebia um valor extra que possibilitava arcar com o custeio de despesas correntes (TORRES FILHO & BOÇA JUNIOR, 2009).

O processo acima citado criou uma “bola de neve” financeira, caracterizada pela impossibilidade de os tomadores dos empréstimos de cobrirem sua dívida com a renda proveniente unicamente de suas atividades correntes, sendo constantemente necessária sua renegociação, levando sempre a um aumento do valor total do empréstimo. O problema desse ciclo<sup>84</sup> é que “na medida em que as condições de liquidez do mercado financeiro se deterioram, torna-se impossível refazer os créditos em bases adequadas.” (IDEM, p.298).

Desta forma, conforme observado no Gráfico 2, a partir de maio 2004 até junho de 2006, devido ao receio do FED em relação a pressões inflacionárias, houve um processo de elevação gradativa da taxa básica de juros norte-americana<sup>85</sup>, que saiu de 1% a.a. para 5,25% a.a.. E se manteve nesse nível até meados de 2007, quando a crise começou a dar os seus primeiros sinais.

Fato esse que gerou um aperto monetário, impossibilitando a sustentação do ciclo imobiliário expansionista levando a uma consequente queda dos preços dos imóveis que inviabilizou o refinanciamento das hipotecas, provocando uma ampliação

---

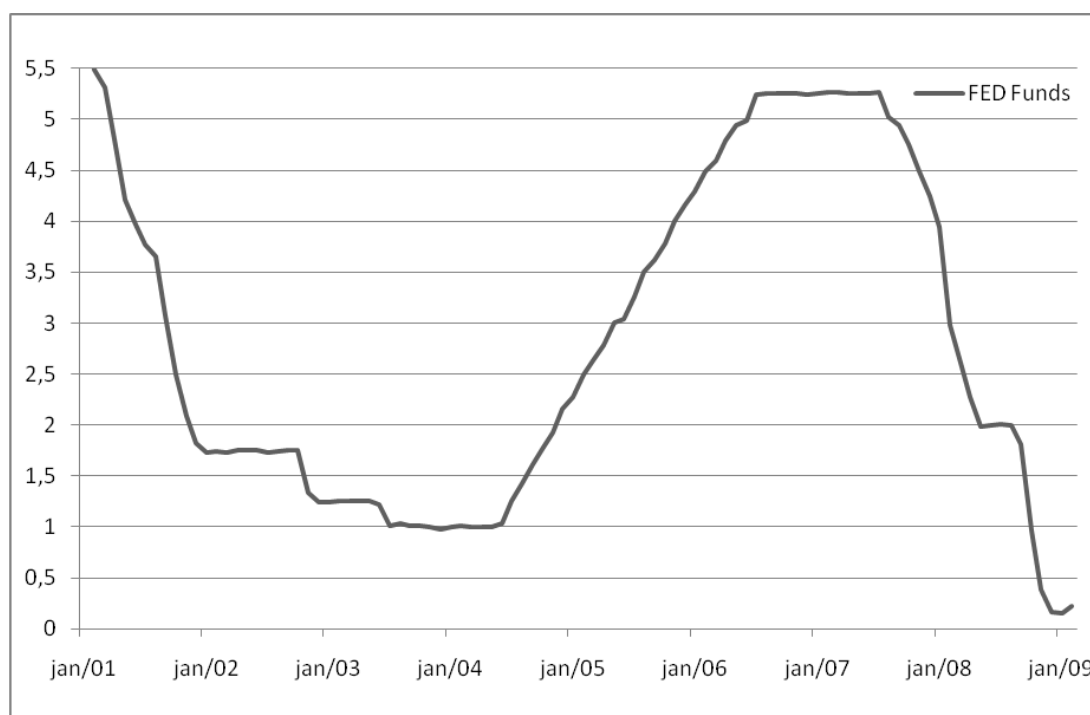
<sup>84</sup> Chamado de ‘Processo Ponziano’, definido por Minsky na década de 80 (LOURENÇO, 2006). O nome é em referência ao esquema de pirâmide financeira criado, na década de 1920, por Charles Ponzi.

<sup>85</sup> Federal Funds Rate. Dados disponíveis em: <http://www.federalreserve.gov>

dos inadimplementos e execuções<sup>86</sup>. O resultado foi o desaquecimento do mercado imobiliário, que posteriormente acabou afetando a concessão de financiamentos como um todo. Esse movimento do mercado imobiliário é ilustrado no Gráfico 3, juntamente com seguinte afirmação de Taylor (2007):

“With housing prices rising rapidly, delinquency and foreclosures rates on subprime mortgages also fell, which led to more favorable credit ratings than could ultimately be sustained. As the short term interest rate returned to normal levels, housing demand rapidly fell bringing down both construction and housing price inflation. Delinquency and foreclosures rates then rise sharply, ultimately leading to the meltdowns in the subprime market and on all securities that were derivative from the subprimes.”p.2

Gráfico 2 – Taxa Básica de Juros nos EUA (mensal em %)



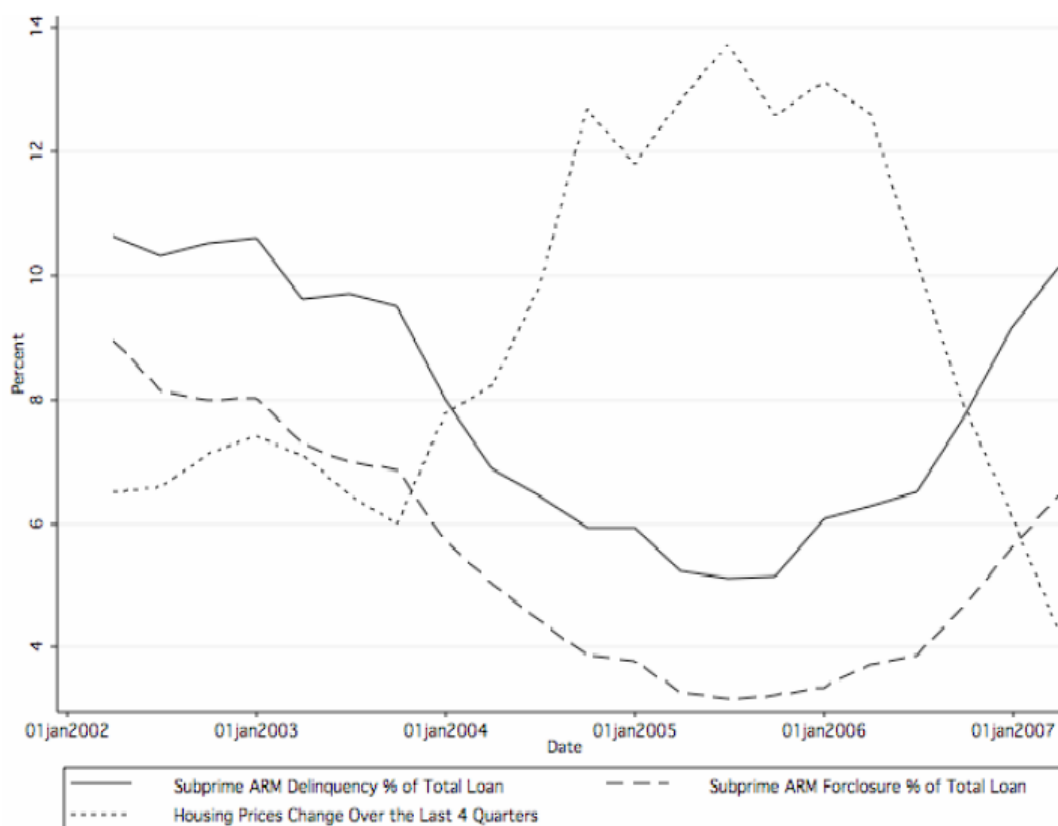
Fonte: FED (Elaboração própria).

É importante citar que, até julho de 2008, estimava-se que apenas 10% das perdas dos bancos estavam diretamente relacionadas a créditos insolventes (TORRES

<sup>86</sup> Em inglês, *delinquency* e *foreclosure*, respectivamente. O segundo termo consiste na entrega do imóvel como forma de pagamento da dívida, pois, em geral é dado como garantia do próprio empréstimo, sendo passado para o nome do indivíduo que contraiu a hipoteca apenas quando a dívida está totalmente quitada.

FILHO & BOÇA JR., 2008). O que significa que a partir da queda brusca no preço dos imóveis e a onda de calotes, devido à incapacidade de pagamento, se iniciou um processo de contaminação que causou o aumento inesperado do risco de crédito fez com que os financiadores repensassem suas aplicações no setor imobiliário, em especial o segmento *subprime* e, conseqüentemente, houve uma retração da oferta de crédito.

Gráfico 3 – Preços dos Imóveis, inadimplimentos e execuções.



Fonte: Mortgage Bankers Association e OFHEO (Elaboração: Taylor, 2007)

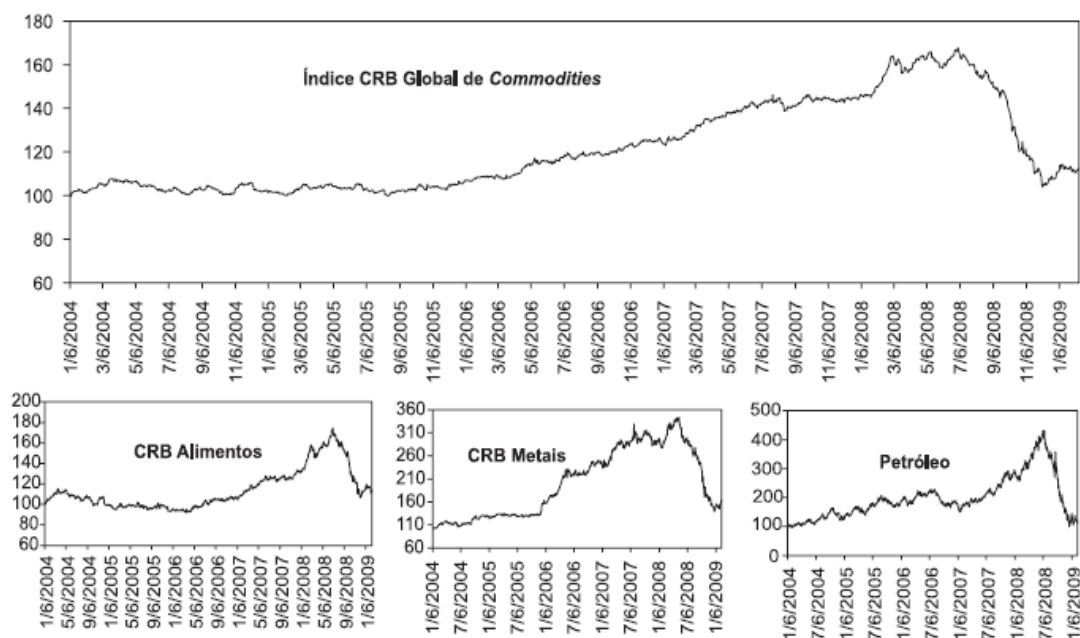
Em um segundo momento, houve uma disseminação do risco de liquidez, pois os investidores que possuíam títulos lastreados nessas hipotecas começaram a perceber que poderiam não ter o retorno esperado e param de renovar suas aplicações e passam a tentar resgatar as mesmas, contudo, devido ao temor com relação a esse tipo de aplicação os papéis não encontravam possíveis compradores, deixando os



investidores com um mico na mão<sup>87</sup> (CARVALHO, 2008).

O pior neste caso foi que tal desconfiança passou a atingir outros papéis semelhantes, que também passaram a ser ofertados por seus detentores, e como em um efeito dominó, o pessimismo geral, figurado crescente demanda por liquidez, acabou contaminando outros seguimentos do mercado de capitais. Entrando, então, numa outra fase, a de ‘crise patrimonial’, observada quando os bancos começaram a ficar insolventes<sup>88</sup> (IDEM). Processo este que comprometeu vários seguimentos do mercado financeiro, como, por exemplo, o mercado de commodities (Gráfico 4) e as bolsas de valores mais importantes (Gráficos 5 e 6), que viram seus índices despencarem em todo o mundo.

Gráfico 4 – Evolução dos Preços das Commodities (Jan 2004: base 100)

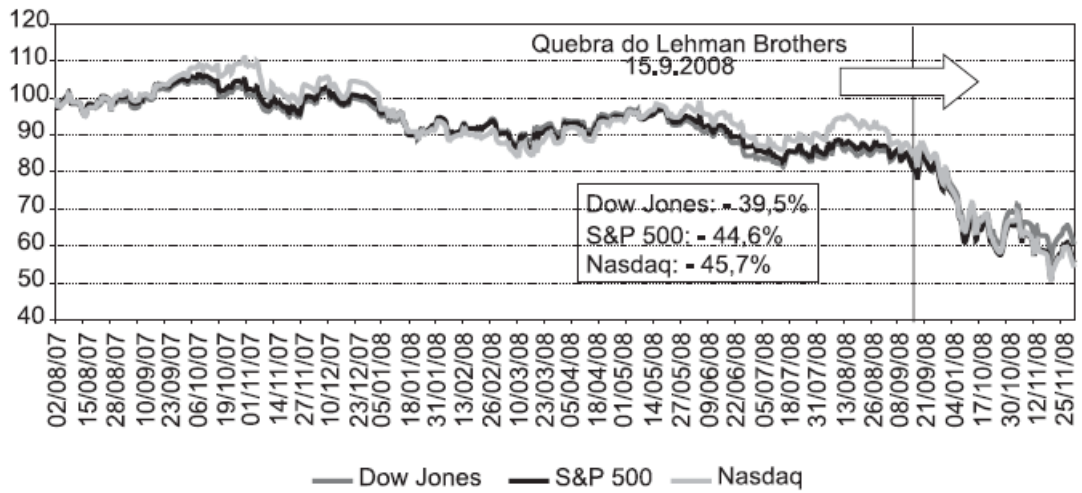


Fonte: Bloomberg (Elaboração: Torres Filho & Boça JR., 2009)

<sup>87</sup> Expressão muito utilizada por autores para designar a situação na qual o investidor tenta se desfazer de um título mas não encontra comprador, baseada em jogo de memória popular, conhecido no Brasil como ‘Mico Preto’.

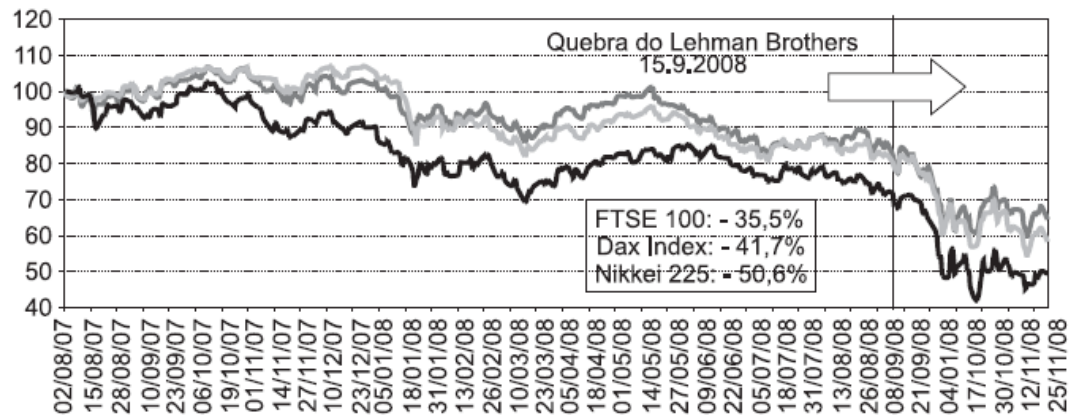
<sup>88</sup> Quando os passivos das instituições, de forma geral as obrigações a pagar, praticamente não se alteraram, enquanto seus ativos, direitos a receber, perdiam valor.

Gráfico 5 – Principais Bolsas de Valores nos EUA (Ago 2007 – Nov 2008)



Fonte: Idem

Gráfico 6 – Bolsas de Valores da Inglaterra, Alemanha e Japão (Ago 2007 – Nov 2008)



Fonte: Idem

Em outras palavras, não foram apenas os preços dos empréstimos de *subprime* que declinaram, isso ocorreu em um primeiro momento. O mais grave foi que ocorreu uma espécie de corrida bancária não tradicional, interna ao sistema financeiro, na qual investidores institucionais e firmas que se recusavam a renovar suas compras no

mercado de recompras<sup>89</sup>, junto as instituições financeiras<sup>90</sup>. Ao invés de demandarem seu depósitos, com em Em consequencia desse pânico, os bancos se viram forçados a vender seu ativos mais líquidos de forma emergencial, jogando os seu preços pra baixo (GORTON, 2010). Ou seja, as dúvidas dos investidores sobre o valor dos ativos detidos pelas SIV's dificultaram as operações de refinanciamento de curto prazo, cruciais para a viabilidade de um banco de investimento. Também existiram dúvidas sobre a capacidade dos bancos comerciais em cumprir seus compromissos de empréstimos lastreados em hipotecas *supprime*. Mas, na prática, todo o sistema financeiro estava operando na mesma base de obtenção de ativos de curto prazo para financiar a originação, subscrição e, posteriormente, as posições em ativos de hipotecas (KREGEL 2010a).

De tal forma, observou-se que o sistema bancário norte-americano estava extremamente dependente em transações de recompra, nas quais as instituições vendem seus ativos a investidores e prometem comprá-los de volta em um período curto de tempo, normalmente em um dia. As perdas ocasionadas pelas hipotecas deflagraram a crise porque elas inundaram o sistema, houve uma onda de transações de recompra (KRUGMAN, 2009).

A paralisação do mercado de *commercial papers* desse mercado resultou no empoçamento de liquidez, que teve como efeito uma forte retração dos mercados interbancários. Exigindo, então, a intervenção dos bancos centrais, sobretudo, o Federal Reserve e o Banco Central Europeu, que injetaram US\$ 3,2 trilhões nos mercados monetários entre julho e setembro de 2008. Em agosto do mesmo ano, buscando conter os efeitos da contração do crédito, o FED também reduziu a taxa do redesconto, caindo para 3% em janeiro de 2008, menor nível desde 2005 (IEDI, 2008).

---

<sup>89</sup> O chamado *repurchase (repo) markets*. No qual são transacionados direitos de retomada de posse de uma propriedade ou mercadoria por falta de pagamento operações de empréstimo.

<sup>90</sup> Diferentemente da corrida bancária tradicional na qual os agentes demandam seus depósitos realizados junto aos bancos.

### III.5 – Tendência a Disfuncionalidade das Inovações Financeiras

Em contraste com os argumentos apresentados no Capítulo 1, vimos que, de certa forma, a inovação dos instrumentos financeiros perderam seu objetivo inicial de proteção e muitas vezes se tornam, simples formas de alavancar ganhos com especulação<sup>91</sup>. De forma geral, as atividades do mercado financeiro, que surgiram como uma forma de captação mais barata para a empresa ou como alternativa para se aumentar a segurança da atividade por ela exercida, assim como uma alternativa mais rentável para o agente poupador que quer investir parte de seu capital ou renda, acabaram tendo sua função original distorcida. Fazendo com que o mercado financeiro, em certos momentos, se comportasse mais como um grande cassino que movimentava trilhões de dólares por ano e gera bônus espetaculares<sup>92</sup>. E, devido o volume de dinheiro e interesses envolvidos, esse setor da economia acaba tendo grande influência nas decisões dos rumos das políticas econômicas adotadas, conforme observa Turner (2010):

“Pure interests – expressed through lobbying power – were undoubtedly important to several key deregulation measures in the US, whose political system and campaign-finance rules are peculiarly conducive to the power of specific lobbies.

Interests and ideology often interact in ways so subtle that is difficult to disentangle them, the influence of interests being achieved through an unconsciously accepted ideology. The financial sector dominates non-academic employment of professional economists. Because they are only human, they will tend implicitly to support – or at least not aggressively challenge – the conventional wisdom that serves the industry’s interests, however rigorously independent they are in their judgments concerning specific issues.” p.2

---

<sup>91</sup> Temos como exemplo os fatos ocorridos no Brasil, em que empresas, não ligadas diretamente ao setor financeiro, apresentaram perdas financeiras que corroeram seus lucros operacionais por meio de operações especulativas com derivativos cambiais. Empresas como, por exemplo, Aracruz Celulose S/A e a Sadia S/A tiveram, respectivamente, prejuízo de US\$ 2,13 bilhões e US\$ 2,6 bilhões, em 2008, após apostarem em uma queda maior do dólar, mas que foi revertida pelo agravamento da crise norte-americana (Fonte: GRADILONE, C. O Xerife Mudou. *Revista Isto É Dinheiro*, nº 680, 15/10/2010).

<sup>92</sup> Conforme observa Turner (2009b): “many people earned annual bonuses equal to a lifetime's earnings of some of those suffering the consequences (of the crisis)”.

O autor ainda afirma que:

“Market efficiency and market completion theories can help reassure major financial institutions top executives that they must in some subtle way be doing God’s work, even when it looks at first sight as if some of their trading is simply speculation. Regulators need to hire industry experts to regulate effectively; but industry experts are almost bound to share the industry’s implicit assumptions. Understanding these social and cultural processes could itself be an important focus of new research.” p.2

Ainda nessa mesma linha de raciocínio, Mishkin (2007a) destaca que frequentemente, todos os países (industrializados ou não) apresentam resistência a medidas regulatórias e que vontade política para regular adequadamente as instituições financeiras pode se enfraquecida e fragilizada por causa do poder proveniente interesses especiais em evitar a supervisão.

A crença ideológica na teoria dos mercados eficientes, baseada em uma sofisticação matemática de gestão de risco, foi crucial para que, por exemplo, em abril de 2006, o FMI, por meio de suas Análises de Estabilidade Financeira Global (GFRS), apontasse estar confiante sobre o autoequilíbrio do sistema. Declarando ser favorável ao reconhecimento crescente, por parte de grupos mais amplos e diversificados de investidores, de que os riscos de crédito estavam cada vez mais dispersos. Chegando a afirmar que tal comportamento ajudou a tornar o setor bancário, e o sistema financeiro como um todo, mais amplos e resistentes pressões causadas por situações adversas (TURNER, 2010).

Por outro lado, Eichengreen (2008) destaca que as vantagens de repartir e empacotar os riscos são grandes para serem sacrificadas. Desta forma, Delfim Neto (2010) também aponta que:

“Um (...) problema, cuja solução é delicada, é construir uma regulação capaz de domar o ‘espírito inventivo’ do sistema financeiro e sua tendência a disfuncionalidade, sem coibir as inovações. É claro que um sistema financeiro eficiente e hígido é fundamental para o crescimento econômico. Mas há sérias dúvidas se precisamos da extravagante ‘sofisticação’ atual.” p.1

Ainda nesse raciocínio, nas palavras de Turner (2009c):

“Banks need to refocus their energies, not on those over-complex products of no use to humanity (... ) but on their core functions of providing savings and credit and payment products to customers. (...)’Not all financial innovation is valuable, not all trading activity plays a useful role, and a bigger financial system is not necessarily a better one”. p.5

Desta forma, outro ponto que voltou a se discutir foi a criação de um imposto sobre transações financeiras<sup>93</sup> como uma forma de desencorajar atividades "socialmente inúteis"<sup>94</sup> provenientes das atividades dos mercados financeiros. Na prática, o imposto seria aplicado sobre todas as transações financeiras (não apenas àquelas envolvendo moedas estrangeiras) e representaria uma despesa trivial para aqueles envolvidos em comércio exterior ou investimentos de longo prazo. Mas seria um grande desincentivo para os interessados em fazer dinheiro fácil e rápido com a especulação de mercado. Sendo então, uma forma de frear a agitação do ‘mercado’ e enxugaria o setor financeiro norte-americano. Além disso, esse imposto geraria uma receita considerável, o que poderia aliviar os receios relacionados aos déficits dos governos (KRUGMAN 2009).

O segundo próprio Krugman (2009), a aplicação do imposto seria possível, pois, apesar dos envolvidos na compra e venda de moedas, por exemplo, estarem espalhados pelo mundo, a maioria das transações é finalizada e paga em alguma instituição que fica em Londres. E justamente, por isso, os custos das transações são baixos, sendo exatamente o que mantém o volume de especulação alto. Essa a centralização facilita a identificação e, por consequência, a aplicação de impostos. Obviamente, o imposto não impediria os maus empréstimos ou que os investidores

---

<sup>93</sup> A proposta foi feita em 2009 por de Turner, presidente da Financial Services Authority (FSA) , na Inglaterra e apoiada por Brown, Primeiro Ministro Britânico. Essa abordagem não é inédita, na verdade é uma versão atualizada da idéia sugerida por Tobin, em 1972, que afirmava que a especulação monetária, beneficiadas pelas flutuações do câmbio, causavam rupturas sérias na economia mundial. E para reduzi-las, ele criou um pequeno imposto módico para cada transação cambial (KRUGMAN, 2009).

ingênuos acabassem investindo tendo esses empréstimos como garantia. No entanto, como o autor afirma:

“(...)bad investments aren’t the whole story of the crisis. What turned those bad investments into catastrophe was the financial system’s excessive reliance on short-term money. (...) And a financial transactions tax, by discouraging reliance on ultra-short-run financing, would have made such a run much less likely. So contrary to what the skeptics say, such a tax would have helped prevent the current crisis — and could help us avoid a future replay.” p.1

Na visão de Wolf (2010b), o mundo precisa de um setor bancário menor e mais seguro, mas novas regras regulatórias após a crise não conseguirão isso. Desta forma, o autor sugere que as exigências de capital precisam ser muito mais altas, chegando até 20% ou 30%, e sem a ponderação de risco. Mesma linha de abordagem, para de Turner (2009b), as formas de se evitar a repetição de uma crise esta recente, permeiam a construção de reservas de capitais mais fortes, seja, com maiores requerimentos mínimos de capital. Mas também guardando reservas acumuladas de bons anos para garantirem maior estabilidade em momentos de desaceleração econômica.

---

<sup>94</sup> ‘*Social useless*’, também cunhado por Turner (2009).

## Conclusão

Segundo a análise apresentada neste trabalho, as origens da crise financeira norte-americana podem ser atribuídas a dois amplos motivos. Primeiramente um ambiente de extrema estabilidade macroeconômica que favoreceu a euforia, levando a uma expansão de crédito e um conseqüente aumento da exposição a riscos por parte das instituições financeiras. Em destaque, a busca por camadas de consumidores antes excluídos dos financiamentos imobiliários, como vimos, o chamado seguimento *subprime*. Em conjunto com o processo de inovação constante dos instrumentos financeiros e a criação de instituições que, ao invés de diluir o risco como pretendido inicialmente, na prática, dificultavam a regulação das atividades financeiras exercidas, por parte das autoridades monetária e, ao mesmo tempo, acabou difundindo os riscos e facilitando o contágio.

Ou seja, o que se observou foi que, além de acabar maquiando o verdadeiro risco ao qual estavam expostos os correntistas e as próprias instituições, a difusão desses papéis levou uma contaminação generalizada de todo o sistema de crédito. Gerando, com isso, conseqüências negativas para a economia dos EUA, primeiro derrubando o valor dos ativos, travando o mercado de crédito e posteriormente afetando a atividade real da maior economia do mundo<sup>95</sup>.

Em linhas gerais, ao observarmos o comportamento das instituições financeiras e as suas conseqüências, vamos de encontro com argumentos apresentados favoráveis a regulação financeira como forma de tentar evitar a repetição de fenômenos negativos para a economia. Especialmente, a tendência a exposição excessiva a riscos por parte das instituições financeiras, após o declínio de suas atividades tradicionais. Fato que aumentou possibilidade de crise sistêmica e contágio.

---

<sup>95</sup> Além dos desdobramentos em países da Europa (Grécia, Espanha, Irlanda), onde a falência de bancos de alguns países exigiu uma intervenção estatal que terminou num imenso desequilíbrio fiscal, ou seja, na prática, a crise do setor financeiro privado que culminou na crise nas finanças públicas (DELFIN NETO, 2010).



A discussão sobre a (des)regulação financeira é antiga e longa, essa não foi a primeira e provavelmente não será a última crise financeira. Mas, sem dúvidas, esse é um bom momento para se repensar a importância dada e o tamanho dos mercados financeiros. Pois, no final, o preço a se pagar é o mesmo, os impostos que deveriam voltar em forma de serviços públicos dignos, acabam usados pra salvar instituições fragilizadas em consequência do furor ganancioso de banqueiros e *managers* por bônus milionários. Em muitas vezes, isso não é suficiente e os contribuintes acabam pagando de outras formas, com contração da renda e desemprego.

## Bibliografia

BORIO, Claudio. The financial turmoil of 2007-?: a preliminary assessment and some policy considerations. *BIS Working Paper n.251*. Bank for International Settlements, mar. 2008.

BORDO, Michael D. The crisis of 2007: The same old story, only the players have chanced. In: *Remarks prepared for the Federal Reserve Bank of Chicago and International Monetary Found conference: Globalization and Systemic Risk*. Chicago, 28 set. 2007.

CARVALHO, Fernando; SOUZA, Francisco; SICSÚ, João; DE PAULA, Luiz Fernando; STUDART, Rogério. *Economia Monetária e Financeira. Teoria e Política*, Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2000.

CARVALHO, Fernando. Inovação Financeira e Regulação Prudencial: da Regulação de Liquidez aos Acordos da Basiléia. In: *Regulação Financeira E Bancária*, São Paulo: Atlas, 2005.

\_\_\_\_\_. *Entendendo a recente crise financeira global*. In: [www.ibase.com.br](http://www.ibase.com.br). Rio de Janeiro, out. 2008.

CARVALHO, Fernando; KREGEL, Jan Allen. *What do the financial systems and financial regulators do?* Disponível em: [www.ibase.com.br](http://www.ibase.com.br). Rio de Janeiro, jul.2010.

CASTRO, Lavínia. Regulação Financeira – Discutindo os Acordos de Basiléia. In: *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v.14, n.28, p.277-304, dez. 2007.

CINTRA, Marcos; CAGNIN, Rafael. Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas. In: *Econômica*, Rio de Janeiro, v.9, n.2, p.269-338, dez. 2007.

DELFIM NETO, Antônio. Controlar as Finanças. *Valor Econômico*, 25 mai 2010.

EICHENGREEN, Barry. *Securitization and Financial Regulation: Pondering the New Normal*. Fixed Income Forum, California, jul.2008.

FISHER, Irving. Debt Deflation Theory of Great Depression. *Econometrica*, Chicago, n.4, p.337-357, out.1933.

GORTON, Gary B. Questions and Answers about the Financial Crisis. *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper, W15787*, Cambridge, MA,

feb. 2010.

IEDI – INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. Entendendo a crise do subprime e suas repercussões na economia mundial. *Carta Iedi*, n. 300, fev 2008.

LLEWELLYN, David. *The Economic Rationale for Financial Regulation*. Occasional Paper Series 1, FSA, abr. 2009;

LOURENÇO, André L. O pensamento de Hyman P. Misky: alterações de percurso e atualidade. In: *Economia e Sociedade*, Campinas, v.15, n.3, p 445-474, dez. 2006.

KREGEL, Jan. Is Regulation of Financial System an Oxymoron? *Working Paper n.585*. Levy Economics Institute of Bard College, fev.2010(a).

\_\_\_\_\_. Is This the Minsky Moment for Reform of Financial Regulation? *Working Paper n.586*. Levy Economics Institute of Bard College, fev.2010(b).

KRUGMAN, Paul. Taxin the Speculators. *The New York Times*, 26 nov.2009.

MAIA, Guilherme. Sistemas Financeiros e Securitização: Implicações para a Política Monetária. In: *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 207-229, dez. 2008.

MISHKIN, Frederic S. Systemic Risk and the International Lender of Last Resort. *Speech at the Tenth Annual International Banking Conference, Federal Bank of Chicago*. Chicago, 28 set. 2007a.

\_\_\_\_\_. Financial Instability and Monetary Policy. *Speech at the Risk USA 2007 Conference*. New York, 05 nov. 2007b.

RODRIG, Dani. O fantasma da confiança do mercado. *Valor Econômico*, 13 jul. 2010.

SHILLER, Robert J. From efficient markets theory to behavioral finance. In: *Journal of Economic Perspectives*, v.17, n.1, p. 83-104, inverno 2003.

STEPHENS, Philips. Três anos após início da crise, os mercados reinam novamente. *Valor Econômico*, 02 ago. 2010.

STIGLITZ, Joseph E., WEISS, Andrew. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. In: *The American Economic Review*, v.71, n.3, p.393-410, jun.1981.

\_\_\_\_\_. Asymmetric Information in Credit Markets and Its Implication for Macro-Economics. In: *Oxford Economic Papers, New Series*, v.44, n.4, Special

Issue on Financial Markets, Institutions and Policy, p.694-724, out.1992.

TAVARES, Maria da C. *A Crise Financeira Atual*. Paper Itamaraty, Rio de Janeiro, abr.2009.

TAYLOR, John B. Housing and monetary policy. *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper, W13682*, Cambridge, MA, dez. 2007.

TORRES FILHO, Ernani. Entendendo a crise do subprime. *Visão do Desenvolvimento n. 44*, Rio de Janeiro, jan. 2008.

TORRES FILHO, Ernani; BORÇA JUNIOR, Gilberto R. A crise do subprime ainda não acabou. In: *Visão do Desenvolvimento n. 50*, Rio de Janeiro, jul. 2008.

\_\_\_\_\_. As origens e desdobramentos da crise do subprime. In: *Ensaio Sobre Economia Financeira*, Rio de Janeiro: BNDES, p.287-318, 2009.

TORRES, Hector, R. A desregulamentação Financeira. *Valor Econômico*, 04 mai. 2010.

TURNER, Adam. *The Financial Crisis and The Future of Financial Regulation*. FSA, jan. 2009a.

\_\_\_\_\_. *Speech at The City Banquet*. Londres, 23 set.2009c.

\_\_\_\_\_. *The Uses and Abuses of Economic Ideology*. In: [www.projectsyndicate.org](http://www.projectsyndicate.org), 15 jul. 2010.

WOLF, Martin. Hora da Reforma Estrutural. *Valor Econômico*, 28 abr. 2010a.

\_\_\_\_\_. O rato que não rugiu. *Valor Econômico*, 15 set. 2010b.