

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

**A EMERGÊNCIA DA CRISE IMOBILIÁRIA
AMERICANA DE 2007/2008**

RAPHAEL BALBINO DE ARAUJO LIMA
Matrícula nº 107394126

ORIENTADOR: Prof. Antonio Luis Licha

Rio de Janeiro, outubro 2013

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

**A EMERGÊNCIA DA CRISE IMOBILIÁRIA
AMERICANA DE 2007/2008**

RAPHAEL BALBINO DE ARAUJO LIMA
Matrícula nº 107394126
ORIENTADOR: Prof. Antonio Luís Licha

Rio de Janeiro, outubro 2013

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do(a) autor(a).

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por ter me sustentado em todos os momentos difíceis enfrentados nessa caminhada.

Agradeço também a minha família pelo apoio nesses anos de estudo e que sei que sempre apoiarão nos anos seguintes.

Ao meu orientador, Prof. Antonio Luis Licha, por toda a paciência e disponibilidade na elaboração deste projeto e alguns professores que tanto me incentivaram nos anos iniciais da graduação.

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo apresentar uma análise dos fatores que desencadearam a crise financeira ocorrida no mercado imobiliário americano em 2007-2008 e que teve grande impacto em diversas economias. O ponto chave para a análise recai sobre desregulação financeira incentivando as instituições a adotarem práticas inovadoras para se precaverem dos riscos e a baixa taxa de juros adotados pelo Governo Americano, gerando um aumento do número de empréstimos, principalmente imobiliários, incluindo, desde então, os cidadãos de baixa renda nas carteiras dos grandes bancos (empréstimos *subprime*), o que por sua vez elevou o preço dos imóveis, incentivando a especulação. Como os empréstimos *subprime* envolviam riscos, os bancos se valeram ainda mais do processo de inovação financeira conhecido como securitização, no qual títulos eram lastreados em hipotecas. Quando o governo decide aumentar a taxa de juros, ruindo um dos pilares de sustentação da euforia e, com o preço dos imóveis ainda elevados, as hipotecas tiveram que ser revistas. Num segundo momento, a elevação dos juros fez com que os preços dos imóveis decaíssem, fazendo com que a dívida ficasse maior que o valor do imóvel não sendo mais vantajoso renegociar, aumentando o número de execuções imobiliárias. Devido ao processo de securitização, os títulos baseados em hipotecas perderam seu valor causando um acúmulo de títulos (dívidas) difíceis de liquidar; sendo assim, tais desequilíbrios patrimoniais geraram uma crise de grande dimensão. O referencial teórico será feito a luz das contribuições de Hyman P. Minsky sobre a Hipótese da Instabilidade Financeira e como o sistema evoluiu para um estado de colapso.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	7
CAPÍTULO 1 - ANÁLISE TEÓRICA SOBRE A CRISE FINANCEIRA.....	11
1.1 - HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA.....	11
1.2 - MINSKY E A CRISE FINANCEIRA	17
CAPÍTULO 2 - ANTECEDENTES DA CRISE IMOBILIÁRIA AMERICANA	21
2.1 - PERÍODO PÓS CRISE DE 1929.....	21
2.2 - PERÍODO DE CRESCIMENTO ECONÔMICO	25
CAPÍTULO 3 - FINANCIAMENTO DO SISTEMA IMOBILIÁRIO AMERICANO	29
3.1 - A QUESTÃO DA REGULAÇÃO.....	30
3.2 - O GLOBAL SHADOW BANKING SYSTEM	31
3.3 - O PROCESSO DE SECURITIZAÇÃO.....	33
3.4 - SUBPRIME	35
CAPÍTULO 4 - A CRISE FINANCEIRA DE 2007-2008	37
4.1 - INDÍCIOS DE CRISE FINANCEIRA.....	37
4.2 - A CRISE FINANEIRA E SUAS CONSEQUÊNCIAS.....	39
CONCLUSÃO.	47
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	52

A EMERGÊNCIA DA CRISE IMOBILIÁRIA AMERICANA DE 2007/2008

INTRODUÇÃO

A economia americana passou por um período turbulento, em 2008, que se originou no mercado imobiliário e teve grandes impactos na economia tanto interna, quanto externa; seus impactos foram tão grandes que a crise chegou a ser comparada com a Grande Depressão, em 1929, que se estendeu por toda a década de 1930.

Tem-se como objetivo principal destacar as características inerentes ao sistema imobiliário americano que determinaram num colapso financeiro de grande proporção; para tanto, será discutido a organização do sistema, o papel das principais instituições e o modo no qual agiu ao englobar em suas carteiras os clientes *subprimes*, a questão da regulação, além de um breve referencial teórico baseado nas ideias de Hyman P. Minsky a cerca de crises financeiras.

Para entender melhor como se desenvolveu da crise de 2008, é necessário compreender o cenário no qual a economia americana passava. Durante a década de 1990, um grande fluxo de capital estrangeiro fluiu para os Estados Unidos, valorizando seus ativos financeiros; para fazer jus a esse excesso, optou-se pela redução das normas de concessão de crédito, o que por sua vez geraram um alto grau de investimento, fazendo com que os grandes bancos operassem através de inovações financeiras - securitização, *swaps* e veículos especiais de investimentos, sem bases de sustentação e sem regulação.

As inovações financeiras no ramo imobiliário (área de interesse deste trabalho) se deram basicamente através do processo de securitização que consistia na divisão do fundo de hipotecas em *tranches* ou cotas e assim vendidos a diversos investidores; dessa forma os riscos de uma hipoteca eram diluídos no mercado de capitais. A parcela mais segura, chamada *Super Sênior*, oferecia aos investidores uma taxa de retorno relativamente baixa,

mas era a primeira a ser paga a partir dos fluxos de caixa da carteira; enquanto que, a parcela menos segura, *Toxic Waste ou Equity*, seria paga somente após todas as outras tranches forem liquidadas.

Visto de outra forma, o processo de securitização permitiu que o sistema bancário transferisse os riscos para outros agentes, como diversos tipos de organizações e até mesmo famílias, retirando de seus balanços os riscos de tais operações, o que impulsionou o crédito sem precedentes, alimentando o *boom* nos preços dos imóveis.

Como resposta aos atentados de 11 de setembro em 2001 e a pequena recessão que se instaurava devido à crise do ponto com, o governo decidiu pela queda gradativa nas taxas de juros para impulsionar a economia. As baixas taxas de juros adotadas pelo governo americano, aliadas à fraca regulação da década de 1990 incentivaram o governo, em 2002, a adotar medidas que ampliassem o acesso à casa própria por parte dos americanos de baixa renda.

Com o constante crescimento do valor dos imóveis, agentes especulativos viram uma oportunidade de auferirem a lucros sem grandes investimentos, tais agentes não tinham interesse em possuir um imóvel por muito tempo, no máximo faziam algumas modificações e logo os revendiam.

As raízes da crise financeira de 2008 podem ser encontradas na desaceleração do mercado imobiliário americano quando a taxa básica de juros começou a subir em junho/2006. O valor dos imóveis não declinou de imediato, mas já causou grandes impactos, visto que com a queda no número de investimentos, principalmente imobiliários, menos títulos securitizados foram emitidos e com isso os recursos bancários não se renovaram. Os contratos já existentes tiveram de ser revistos, ficando a dívida maior que o valor dos imóveis, aumentando a quantidade de execuções hipotecárias. Num segundo momento, o preço dos imóveis declinou, não sendo mais vantajoso aos tomadores de empréstimos continuarem com seus imóveis aumentando ainda mais as execuções.

Tais prejuízos advêm de uma particularidade importante do mercado imobiliário americano, que permeia todos os acontecimentos. Contratos de financiamento de compra de residências são contratos de longa duração, em que a garantia do empréstimo é o

próprio imóvel, mas o tomador não se torna proprietário do imóvel de imediato, isso só acontece quando o imóvel é quitado.

No caso de não conseguirem arcar com suas obrigações, os compradores podem liquidar seu empréstimo entregando a propriedade, porém, o banco financiador da hipoteca normalmente não deseja retomar o imóvel; quando isso acontece, não apenas a instituição credora perde a receita de juros sobre o empréstimo, como ainda tem que arcar com as despesas de conservação do imóvel, dentre outros.

À medida que o preço dos imóveis torna-se inferior ao valor da dívida, há um incentivo maior para que ocorra esse tipo de situação. Quando isso acontece, como será relatado no decorrer deste trabalho, o imóvel deixa de ser uma garantia aos títulos securitizados e passa a ser um ativo morto nas mãos dos financiadores.

As políticas, frouxas, do FED durante a década de 1990 aliadas à interdependência dos mercados financeiros fez com que a economia americana obtivesse grande expansão do consumo e do investimento, que foi muito além de qualquer expectativa, até mesmo dos principais economistas, impactando economias mundo afora.

A análise desse estudo se encerra com a falência do Banco Lehman Brothers e algumas ações do Federal Reserve para evitar que a crise alcançasse consequências mais devastadoras. Por mais que tivessem ocorrido eventos importantes ao redor do mundo anteriores a falência do Lehman Brothers, como por exemplo, a crise do Banco francês PNB Paribas, em agosto de 2007, que congelou três fundos de investimento no mercado hipotecário; a falência do banco americano foi escolhida como ponto final do estudo pelo seu peso na economia americana e pela mesma ser um referencial nas economias internacionais.

Porém, independente da data inicial da crise, o importante é ter em mente que os desequilíbrios patrimoniais foram causados pela desregulação financeira no mercado de hipotecas e pela ação inicial do FED em reduzir as taxas de juros à praticamente zero, o que corrobora com a análise teórica de Hyman P. Minsky a ser discutida no primeiro capítulo. O próximo, capítulo 2, apresenta os antecedentes da crise imobiliária através de uma linha do tempo, suas especificações e importância, assim como as consequências das

ações do FED em afrouxar as normas de subscrição e reduzir os juros. O capítulo três retrata como o sistema imobiliário americano se financiava e o comportamento de seus agregados (clientes). O capítulo quatro trata da crise em si, a urgência dos eventos e como o FED agiu para amenizar os impactos; seguidos por uma conclusão a cerca do que foi discutido.

CAPÍTULO 1 – ANÁLISE TEÓRICA SOBRE A CRISE FINANCEIRA

INTRODUÇÃO

Um estudo sobre a crise financeira de grande porte quanto a que ocorreu em 2007-2008 requer, além da análise dos eventos determinantes para tal acontecimento, um aparato teórico para que se possa ver se suas consequências poderiam ou não ser evitadas.

O referencial teórico adotado nesta pesquisa baseia-se nas ideias de Hyman P. Minsky, um dos maiores especialistas em teoria monetária e financeira da segunda metade do século XX, que no advento da crise teve suas teorias revisitadas devido à apresentação de agentes econômicos que contribuíram efetivamente para a crise.

Uma de suas ideias centrais é de que a estabilidade produz a instabilidade, pois o desequilíbrio está enraizado no capitalismo, ou seja, os investidores sempre pensando em lucros maiores em tempos de grande crescimento econômico acabam por correr riscos maiores, comprometendo a estabilidade do sistema. Nesse caso, apenas a regulação financeira é capaz de criar um ambiente para um crescimento estável e reduzir o ambiente de atuação de especuladores.

1.1- HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA (HIF)

A hipótese principal de Minsky, Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF), foi elaborada num período marcado pela estabilidade do New Deal, de Roosevelt, com um sistema financeiro especializado agindo em determinados segmentos da economia, onde cada instituição só poderia atuar em um ramo específico do sistema financeiro evitando que, em caso de crise, os efeitos se propagassem ao sistema financeiro como um todo;

logo, Minsky conseguiu verificar condições de fragilidade em um período de acentuada estabilidade.

O primeiro teorema da HIF determina que:

“... the economy has financing regimes under which it is stable, and financing regimes in which it is unstable”. (Minsky, 1992, p. 7/8)

As proposições desta hipótese baseiam-se na ideia de ciclo, no qual uma economia capitalista com um sistema financeiro sofisticado e em contínua evolução alternaria entre períodos de comportamento estável e outros turbulentos através de comportamentos endógenos registrados pela busca dos próprios interesses de cada um dos agentes; os períodos caóticos assumiriam a forma de inflações interativas e bolhas especulativas, esse novo período só poderia ser revertido, ou por restrições impostas pelas próprias instituições, ou intervenções de políticas que influenciasssem a estrutura institucional, ou até mesmo pela auto-organização dos mercados, gerando um novo regime de estabilidade, agora com baixo nível de atividade econômica que acarretaria numa nova onda especulativa.

Dito de outra forma, depois de um longo período de prosperidade, de crescente investimento e atividade especulativa, por um fator endógeno o ciclo econômico é revertido, levando os investidores a vender seus ativos para fazer face às necessidades de liquidez gerando uma queda no preço dos ativos. Para muitos economistas, esse período é chamado de *”momento Minsky”*.

Com a HIF, Minsky pretendia demonstrar que economias capitalistas em expansão são inerentemente instáveis e propensas a crise, por mais que o cenário mostre o contrario, visto que a maioria dos agentes atua de forma especulativa, resultando em praticas de empréstimos de alto risco.

Os objetos de análise do autor são os fluxos gerados pelas relações financeiras que dominam a produção e a distribuição em fases de crescimento econômico, pois na opinião de Minsky, o consumo e a produção se resumem apenas a fluxos monetários. O sistema financeiro passaria, então, da função de mediador do lado real da economia para o próprio

aspecto real da economia, sendo responsável pela determinação dos rumos da economia capitalista.

Logo, a maneira correta de entender o comportamento de economias com sistemas financeiros desenvolvidos seria através da estrutura financeira vigente e como ela se relaciona com o resto da economia, conhecido como paradigma de Wall Street (mundo de papéis financeiros atuais e futuros):

“O paradigma de Wall Street sustenta a onipresença e a absoluta centralidade dos fenômenos monetários e financeiros na interpretação do modus operandi das economias capitalistas qualificadas como “financeiramente sofisticadas”. (Lourenço 2006, p.2)

O sistema financeiro sofisticado cria uma estrutura financeira que propicia situações de crise a partir do funcionamento normal do sistema, crescendo de forma desregulamentada, alterando as perspectivas dos agentes quanto ao futuro, influenciando na busca por liquidez; uma queda na preferência pela liquidez torna os bancos mais propensos a liberar empréstimos com graus de risco mais elevados.

Para entender melhor como ocorre a fragilidade financeira, Minsky elabora conceitos de financiamento robusto e financiamento frágil relacionados com obrigações e fluxos de caixa e determinados pelos arranjos financeiros das unidades. Esses arranjos podem ser *hedge finance*, especulativos e Ponzi.

O arranjo *hedge finance* ocorre quando uma empresa espera fazer face ao serviço de sua dívida apenas com a receita de suas vendas. No arranjo especulativo ocorre quando a parcela de juros do financiamento de um investimento é integralmente paga pelas receitas correntes da empresa, mas toda parte da amortização tem que ser renegociada periodicamente junto ao mercado financeiro, já o arranjo Ponzi ocorre quando nem mesmo os juros podem ser integralmente pagos com as receitas correntes da empresa; neste caso, capitaliza-se uma parte dos juros junto com o principal da dívida, com a perspectiva de poder saldá-los no futuro. (Minsky, 1986, p.233-234 *apud* Cintra e Cagnin, 2007, p. 328)

O arranjo *hedge finance* está presente no conceito de financiamento robusto, enquanto os dois últimos, especulativo e Ponzi, apresentam características de instabilidade

representadas no financiamento frágil, pois em casos de recessão esses agentes não são capazes de honrar seus compromissos.

A passagem do financiamento robusto para o frágil não ocorre automaticamente, depende do funcionamento normal do sistema, de regras e intervenções legislativas e administrativas do governo e dos bancos centrais que levam a novas oportunidades de lucro por meio de práticas financeiras inovadoras. Essa passagem de um financiamento para outro é descrita no Segundo Teorema da Hipótese de Instabilidade Financeira:

"... over periods of prolonged prosperity, the economy transits from financial relations that make for a stable system to financial relations that make for an unstable system". (Minsky, 1992, p. 7/8)

Ou seja, em períodos prolongados de boas condições financeiras, o sistema cria, num primeiro momento, condições que levam a arranjos financeiros especulativos através da busca por novos financiamentos por parte dos bancos devido à aversão ao risco, elevando o preço dos ativos. No caso de um aperto monetário (aumento das taxas de juros) para combater uma conjuntura inflacionária, as unidades especulativas se tornam Ponzi e a estrutura fica vulnerável, alterando as expectativas dos agentes que, agora com maior preferência por liquidez, liquidam seus ativos o mais rápido possível, tendendo o sistema ao colapso, forçando os agentes a vender seus títulos ocasionando a deflação dos ativos.

Minsky destaca ainda que a moeda é endógena, utilizada apenas pelas necessidades do sistema tornando a política monetária ineficaz; logo, numa situação em que o governo decida pelo aumento na taxa de juros, causaria mudanças nas expectativas dos agentes, o que reverteria o ciclo econômico (contração da demanda agregada), comprometendo a capacidade de pagamento e a própria solvência das firmas, minando ainda mais as posições financeiras. Esse seria o cenário mais dramático na visão do autor.

Outro caráter endógeno refere-se a noção de estabilidade por parte dos agentes (bancos), levando-os a arriscar mais em transações financeiras, pois devido a um ambiente estável, os agentes passaram de tomadores *hedge* para especulativos aumentando também o percentual de empréstimos *subprime*, contribuindo para a fragilização do sistema.

“In particular, over a protracted period of good times, capitalist economies tend to move from a financial structure dominated by hedge finance units to a structure in which there is large weight to units engaged in speculative and Ponzi finance. (Minsky 1992, p. 8)

Para evitar que tal cenário ocorra, o setor público deveria atuar adotando políticas fiscais contra cíclicas; e em casos de instabilidade iminente, deveria agir como prestador de última instância de modo a conter a crise. Tais políticas teriam o poder de impedir deflações de débitos, mas não permitiria um ajuste ao mudar a posição dos agentes, aumentando ainda mais a instabilidade da economia. A melhor maneira de o setor público atuar no mercado é através da regulamentação prudencial do mercado, o que traria maior rigidez e limitaria a atuação das forças de crescimento do capitalismo.

A ideia básica da HIF é apresentada na forma de ciclo, onde uma economia partindo de um cenário relativamente estável de forte crescimento econômico e expansão no fluxo de investimentos, ainda em arranjos de financiamento robusto pode induzir a tal euforia que superdimensionaria os fluxos financeiros esperados.

Basicamente, os ciclos têm início numa fase de *boom* (cenário macroeconômico favorável) com taxas de investimentos elevadas, levando a restrições e margens de segurança relaxadas com uma estrutura mais alavancada. Muitas unidades *hedge* assumem uma postura especulativa para aproveitar as oportunidades de investimento e, com um aperto monetário, se transformariam em unidades Ponzi, nesse ponto os preços dos bens de capital e investimento se elevariam.

A tendência é que esse crescimento se torne uma bolha especulativa, altamente vulnerável à alta dos juros, pois nesse estágio se torna difícil refinarçar a dívida, causando um descompasso entre a realização do ativo e os fluxos de compromissos; por mais que em taxas maiores a receita seja maior, isso não aconteceria se os agentes tomadores tentassem se livrar de seus títulos o mais rápido possível.

"Furthermore, if an economy with a sizeable body of speculative financial units is in an inflationary state, and the authorities attempt to exercise inflation by monetary constraint, then speculative units will become Ponzi units and the net

worth of previously Ponzi units will quickly evaporate. Consequently, units with cash flow shortfalls will be forced to try to make position by selling out position. This is likely to lead to a collapse of asset values". (Minsky, 1992, p. 8)

Na opinião de Minsky, os bancos tinham papel importante, pois funcionavam como financiador do lado real da economia gerando a fragilidade financeira.

Como as transações de emprestar e tomar emprestado envolvem expectativas entre presente e futuro, o problema incide na divergência entre o lucro esperado e o lucro realizado. Essa relação entre presente e futuro que rege o sistema financeiro também é capaz de ameaçar a manutenção do sistema, pois se detêm de condições temporárias e tênues.

"Expectations of business profits determine both the flow of financing contracts to business and the market price of existing financing contracts. Profit realizations determine whether the commitments in financial contracts are fulfilled—whether financial assets perform as the pro formas indicated by the negotiations" (Minsky, 1992, p. 4)

O governo e o Banco Central teriam função de gastador e prestador de última instância, respectivamente, através da injeção de liquidez no sistema, a fim de impedir a transformação da fragilidade em instabilidade sistêmica, atenuando ou postergando os efeitos da crise, porém a prevenção seria a melhor solução através de uma regulamentação prudencial do mercado, sendo que tal ação se torna um pouco complicada porque, na opinião de Minsky, os governos são incapazes de perceber, de antemão, os impactos das inovações sobre a atividade financeira.

O objetivo principal das ações do governo deveria ser de assegurar condições de prosperidade sustentável e mais equitativa em termos sociais, isto é, deveria prevenir as crises e não socorrer o sistema quando uma estourar.

A análise de Minsky sobre economias estáveis que se tornariam instáveis devido ao próprio funcionamento do mercado é muito rica, a questão agora é analisar os acontecimentos à luz das ideias propostas por Minsky; o que a teoria ensina sobre a crise originada no mercado imobiliário americano, qual o comportamento dos agentes, as

passagens históricas refletem realmente os etapas do ciclo, de *boom*, fragilidade financeira e crise sistêmica?

1.2- MINSKY E A CRISE FINANCEIRA

A análise de Minsky se torna relevante no trato da crise financeira norte americana que se iniciou no ramo imobiliário pelo fato de destacar o papel do setor financeiro como fio condutor da crise e o papel do governo que, na opinião do autor deveria agir de forma a regular o sistema e, em casos de não agir como tal, deveria agir como emprestador de última instância.

Esta parte do trabalho tem como objetivo detalhar os acontecimentos da crise, por uma perspectiva teórica, indicando seus agentes, suas características e a forma em que se encaixa na teoria de Minsky; a crise financeira do mercado de hipotecas norte-americano nas proposições da Hipótese da Instabilidade Financeira, indicando os fatores que levaram ao período de estabilidade, a busca por investimentos mais arriscados, a variável endógena inerente aos agentes, a percepção de uma fragilidade financeira e as medidas de contenção que poderiam levar a uma instabilidade sistêmica.

Pela ótica de Minsky, o período caracterizado pelas baixas taxas de juros nos EUA levou a economia a um período de prosperidade, relaxamento dos padrões de empréstimos e baixa preferência pela liquidez fazendo com que os bancos lançassem mão de novos instrumentos financeiros para financiar esses novos investimentos, nesse caso a securitização fez com que emprestassem mais e sem grandes garantias, incentivo ao cliente *subprime*.

Na opinião de Minsky (2008, p. 220 *apud* Mathias & Lima, 2009, p. 3), “*banks, other financial institutions, businesses, and households are always seeking new*”

O processo se inicia quando as empresas apresentavam solidez porque os preços dos ativos estavam sendo estabelecidos até o momento de maneira conservadora e as dívidas eram pequenas em relação a eles; mas a ausência de dificuldades sérias conduziu ao desenvolvimento eufórico através do financiamento de curto prazo das posições de

longo prazo; ou seja, os títulos criados através do processo de securitização eram de curto prazo, mas lastreados em hipotecas de longo prazo, disseminados devido às expectativas otimistas em relação ao mercado imobiliário.

O êxito econômico e os resultados contínuos fizeram com que as expectativas das instituições financeiras quanto ao funcionamento do sistema fossem mais buscando maiores níveis de endividamento. Nesse momento são criadas novas práticas e novos intermediários financeiros para assegurar o rendimento, representado na crise atual pelas empresas de Obrigações de Dívidas Colateralizadas (CDO) e os Veículos Especiais de Investimento (SIV).

Os processos de inovações financeiras se multiplicaram e permitiram a sustentação do investimento e do preço dos ativos, correspondendo a um período de valorização que vai de 1997 a 2006 devido a fuga de capitais para os EUA na década de 1990, sendo impulsionado pela queda nas taxas de juros em 2001. Ao longo desse período de prosperidade, os agentes (instituições e famílias) assumem continuamente posições mais arriscadas e especulativas, caracterizado pelos empréstimos *subprime* e pela presença de especuladores; que na opinião de Tavares (2011), gerou um alto grau de endividamento do Estado, das famílias, das empresas e dos bancos que operavam nos mercados futuros e em novos derivativos de crédito com a criação de instrumentos de securitização que permitiam a alavancagem desvairada do crédito no mercado financeiro interno.

A fragilidade financeira foi mais influenciada pelos processos de inovações financeiras que permitiam que títulos lastrados em hipotecas *subprime* pudessem ser vendidos em mercados secundários como forma de diluição dos riscos que só foram possíveis pelo relaxamento das normas de concessão de crédito e pela queda das taxas de juros, respectivamente.

Pela análise minskyana, o *boom* no mercado de hipotecas norte americano teve início em 2001; taxas de juros baixas viabilizaram o forte crescimento da economia em termos de aumento de investimento com pico em 2004 acompanhado do aumento do preço dos imóveis, levando o FED a adotar políticas de aperto monetário para controlar a inflação que veio com o aquecimento da economia, elevando as taxas de juros gradualmente, culminando em crise.

Quando, por algum motivo, que no caso da crise foi o aumento das taxas de juros a partir de 2004, mas com grandes efeitos no início de 2006 quando os gastos em construção residencial declinam consideravelmente e em 2007 quando o preço dos imóveis começa a cair, as expectativas mudam e o risco de inadimplência se torna real, a demanda por liquidez aumenta e os agentes tentam liquidar seus ativos para fazer face as suas necessidades de liquidez. Para muitos estudiosos este estágio é considerado como *Momento Minky*, levando a economia ao colapso.

O próximo momento pode ser caracterizado pela atuação do governo como prestador de última instância, visto que não agiu anteriormente regulando o mercado, injetando liquidez e socorrendo diversas instituições.

O período de Instabilidade Sistêmica fica evidenciado com a falência do Banco Lehman Brothers.

Até este momento de grande êxito, a economia funciona com arranjo *finance hedge*, determinando uma etapa de financiamento robusto. Quando a economia passa a funcionar fortemente através dos processos de securitização das hipotecas *subprime* e agentes especuladores, a economia passa para um arranjo especulativo, já suscetível a crise na etapa de financiamento frágil. O arranjo Ponzi se torna real quando a crise se instaura após o aumento dos juros.

Por mais que a teoria tenha sido elaborada num período de aparente estabilidade e com sistema financeiro segmentado e especificado, as contribuições de Minsk para a teoria econômica elucidam o funcionamento da recente crise baseada num sistema financeiro múltiplo e desregulamentado, e de crescente globalização das relações financeiras entre países e de competência com vários instrumentos financeiros sofisticados.

A ótica de Minsky a respeito da crise, os acontecimentos que levaram a tal situação podem ser demonstrados através de um sistema estilizado abaixo.

Modelo Estilizado
Ciclo de Crise sobre a Ótica de Minsky



Os dados apresentados nesse capítulo servem como base para a elaboração do restante do trabalho. Os capítulos posteriores apresentarão os acontecimentos e o comportamento de diversos agentes que influenciaram a crise e as atitudes tomadas pelo governo a fim de contê-la, impedindo que tomasse proporções gigantescas.

CAPÍTULO 2 - ANTECEDENTES DA CRISE IMOBILIÁRIA AMERICANA

INTRODUÇÃO

Uma análise histórica do mercado imobiliário americano se faz necessário para poder entender o desenrolar da crise. No período pós a crise de 1929, os bancos tinham receio de empréstimos longos, o que afetava diretamente os tomadores de empréstimos que não conseguiriam arcar com altos custos de uma vez só; então governo americano decidiu agiu no sistema de forma a impulsionar a economia através da criação de instituições, leis e até mesmo através da política monetária.

Esta seção tem como objetivo apresentar os principais destaques históricos da crise divididos em dois períodos. O primeiro compreende ao pós crise de 1929 até 2000 representado pela intervenção direta do governo no mercado imobiliário através da criação das principais agências estatais, Fannie Mae e Freddie Mac e a aprovação de algumas leis atuantes diretamente no setor. O segundo, de 2001 com a mudança na política monetária e de incentivos a aquisição da casa própria por parte de cliente de baixa renda, gerando um período de grande crescimento econômico até 2006.

2.1- PERÍODO DE 1929-2000

Como forma de resolver os problemas, no ramo imobiliário, causados pela Grande Depressão, o governo federal criou a *Federal Housing Administration* (FHA), uma agência governamental que tinha por objetivo principal garantir as hipotecas, tomando para si os riscos.

Em 1938, Fannie Mae (*Federal National Mortgage Association*, ou FNMA) foi criada para comprar hipotecas FHA. Sua finalidade foi ampliada posteriormente para, junto à Freddie Mac (*Federal Home Loan Mortgage Corporation* – FHLMC), criada em 1970,

comprar e "*reembalar*" uma grande parte de todas as hipotecas privadas do país. (Liebowitz, 2008, p.20)

De acordo com Borça Jr e Torres Filho (2008, p. 132), Fannie Mae e Freddie Mac são instituições financeiras de capital aberto, que, apesar de serem privadas, contavam com garantias implícitas do governo federal americano, oferecendo créditos e garantias imobiliárias às famílias de classe média e baixa nos EUA.

Em 1975, o Congresso aprovou a *Home Mortgage Disclosure Act* (HMDA), que exigia informações detalhadas sobre pedidos de hipotecas por parte dos mutuantes hipotecários. Segundo Listokin (2002, p. 90), seus resultados indicavam que negros e hispânicos eram prejudicados na obtenção de empréstimos.

Em 1977, foi aprovada a *Community Reinvestment Act* (CRA) - Lei de Reinvestimento Comunitário, exigia que os bancos conduzissem os negócios nas áreas geográficas em que operavam, investindo em infraestrutura das comunidades auxiliando as classes baixa e de média renda no ramo da habitação (Listokin, 2002, p. 5). Os dados da CRA funcionavam com um indicador de bom funcionamento dos bancos, que recebiam uma pontuação sobre a sua viabilidade financeira; tal índice fazia com que os bancos se esforçassem em obter cada vez mais dados de seus clientes para uma melhor análise de seus empréstimos.

Como destaca Carvalho (2008, p. 1) nos anos 1980, uma revolução conservadora liderada por Ronald Reagan e Margareth Thatcher, que defendia a liberalização financeira, aumentou a liberdade das instituições financeiras de escolher onde e como operar, aí incluídos mercados que eram tradicionalmente reservados aos grandes bancos comerciais. Deste modo, a década dos 1990, para o sistema financeiro, foi marcada, por um lado, pela existência de fortes pressões competitivas com financeiras invadindo o espaço de bancos e vice-versa, e, por outro, pelos ganhos relativamente baixos dos mercados tradicionais de empréstimos a firmas, consumidores e governos. Ademais, com a chamada globalização financeira, o processo de alargamento da área de atuação das instituições financeiras para além das fronteiras nacionais aumentou a competição nos mercados domésticos, especialmente o maior deles, o norte-americano.

Convém destacar que até este período estava em vigor a lei, ou ato, de 1933, *Glass-Steagall*, revogada em 1999, que tinha como objetivo evitar um colapso financeiro sistêmico como o ocorrido em 1929, o que limitava as escolhas de diversificação de atividades, separando os bancos de investimento e os bancos comerciais. De acordo com Amorim (2011, p. 69), a Lei colocava os bancos em desvantagens competitivas em relação aos europeus e japoneses.

Em 1992, a Lei da Solidez, ou *Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act* (FHEFSSA), determinou que as GSEs aumentassem a sua aquisição de empréstimos no mercado primário de hipotecas em áreas não atendidas por instituições de crédito privadas; como resultado houve uma maior variedade de produtos inovadores de hipotecas, alterando a forma na qual o crédito hipotecário havia sido oferecido nos Estados Unidos dos anos 1960 até os anos 1980. Listokin (2002, p. 6) destaca que “essas inovações ocorreram no mercado secundário em paralelo ao mercado primário, ou seja, instituições depositárias estimuladas pelos desafios da CRA e lucros atraentes em mercados carentes, foram pioneiros em produtos hipotecários flexíveis” (Listokin e Wyly 1998; Listokin et al 2000; Schwartz, 1998)

No final da década de 1990, no governo de Bill Clinton, a Fannie Mae - gigante semi estatal de hipotecas foi pressionada a ampliar suas operações. Na sequência, “surgiram as chamadas operações *subprime*”. (Amorim, 2011, p.13)

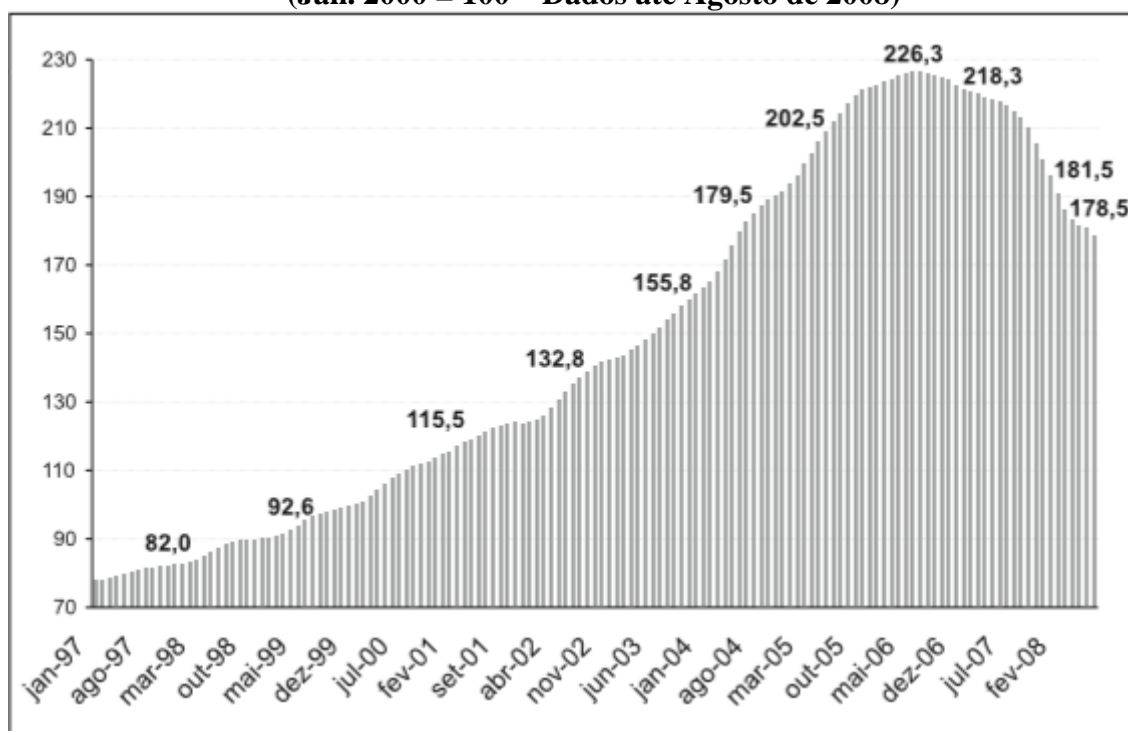
“Fannie Mae and Freddie Mac, the Government Sponsored Enterprises (GSEs) that are the preeminent forces in the nation’s secondary mortgage market, have also been called upon to broaden access to mortgage credit and homeownership”. (Listokin, 2002, p.5)

Pelas determinações estipuladas pelo FED para os novos empréstimos, emprego estável, poupança, e percentual aprisionado da renda para pagamento do empréstimo deixaram de ser tidos como indicadores de um bom cliente. O objetivo era aumentar as hipotecas de clientes que pelas normas tradicionais não teriam acesso a financiamentos.

Durante anos, entre 1997 e 2006, as instituições depositárias mantinham em suas carteiras um percentual de produtos que iam além das diretrizes estabelecidas pelas GSEs.

Dessa forma, as mudanças na política do governo promoveram uma maior integração do capital e mercados de crédito (Listokin, Wyly e Schmit, 2002, p. 6), período este considerado como um dos mais longos períodos de valorização em cinco décadas, com o preço dos imóveis crescendo de forma contínua, até mesmo triplicando de valor, como pode ser visto no Gráfico abaixo.

GRÁFICO 1 Evolução do Índice de Preços dos Imóveis nos EUA de 1997 a 2008
(Jan. 2000 = 100 – Dados até Agosto de 2008)



Fonte: S&P/Case-Shiller Home Price Índices *apud* BORÇA JUNIOR E TORRES FILHO, 2008

De acordo com Tavares (2009), "a partir da segunda metade da década de 90 sucederam-se uma série de crises cambiais e financeiras em vários países periféricos, que deram lugar a uma fuga de capital para os EUA, onde a valorização dos ativos financeiros confirmava a supremacia indiscutível do mercado de capitais de Nova York". Isto foi devido ao "desequilíbrio gerado pelo extraordinário excesso de poupança em relação ao investimento que se acumulou nos países emergentes, combinado com a deterioração dos níveis de poupança em relação ao investimento nos Estados Unidos e alguns outros países industrializados" (Amorim, 2011, p.10).

Tavares (2011) continua, "a aliança entre o grande capital financeiro globalizado e as políticas frouxas do FED durante a década de 90 levaram a economia americana a uma expansão do consumo e do investimento, com alto grau de endividamento do Estado, das famílias, das empresas e dos bancos". Dessa forma, "não havendo mais segmentação formal das instituições do mercado financeiro, os bancos americanos converteram-se em verdadeiros supermercados financeiros que operavam nos mercados futuros e em novos derivativos de crédito com a criação de instrumentos de securitização que permitiam a alavancagem desvairada do crédito no mercado financeiro interno"... "sem base de sustentação e sem supervisão bancária deram lugar a um vasto "sistema financeiro sombra", pois não possuíam seguro para seus depositantes (investidores) nem, obviamente, qualquer prestador de última instância que lhes garantisse liquidez em momentos de crise".

O processo de securitização desses créditos funcionava como uma maneira de distribuir risco em escala sistêmica, vendendo créditos no mercado de capitais a investidores institucionais – fundos de pensão, companhias de seguro, *hedge funds* etc.

Para Gonçalves (2008, p. 2) a valorização ocorrida na segunda metade da década de 1990 foi impulsionada pelo aumento do crédito imobiliário americano, apoiado em taxas de juros relativamente baixas, na política frouxa do FED - desregulação do setor financeiro e o menor dinamismo do setor real (deslocamento do capital do setor produtivo para o financiamento e a globalização financeira - aplicações financeiras em escala global) e numa série de crises cambiais e financeiras ocorridas em vários países periféricos.

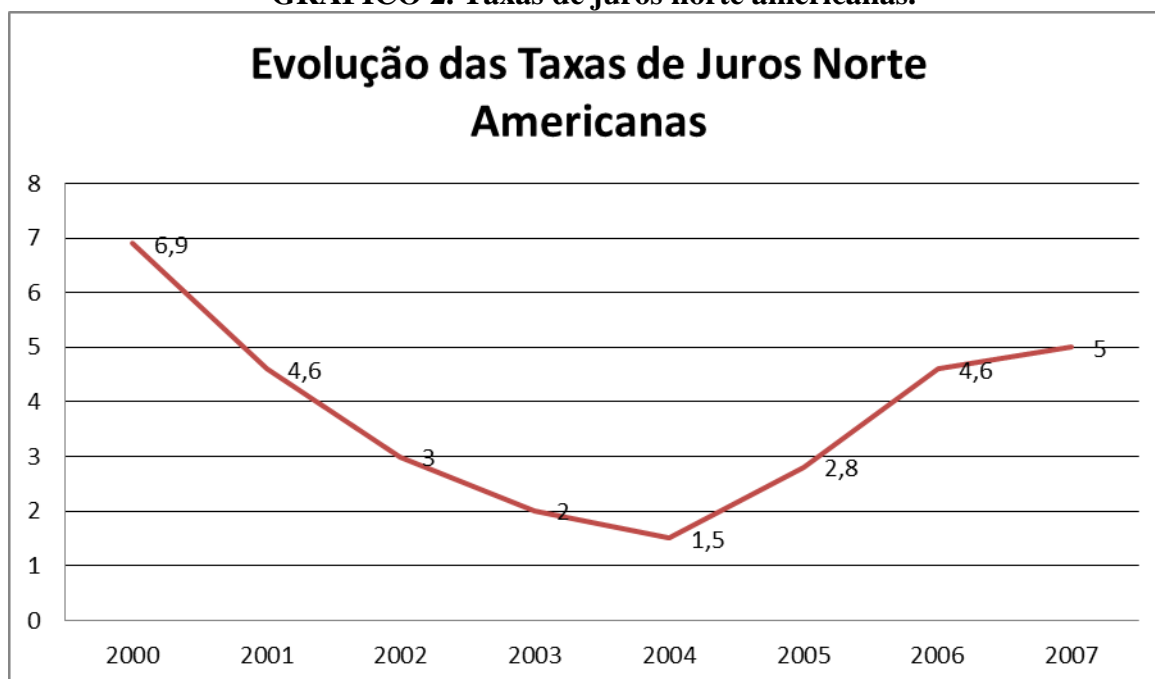
2.2- PERÍODO DE CRESCIMENTO ECONÔMICO (2000 – 2006)

No final da década de 1990, início dos anos 2000, a economia americana passou por algumas mini crises que levaram o governo a atuar diretamente na política monetária.

Amorim (2011) destaca que em 2001, para fazer frente à recessão econômica que se instaurava devido ao "declínio no mercado de valores que levaram a bolha ponto com em 2001"... "agravada pelos ataques terroristas de 11 de setembro que levou a um surto de pânico", o FED optou por "penosas reduções de juros".

A partir daí, os juros sofreram quedas gradativas, passando de 6% no início de 2001 para 1% em meados de 2004. Essas quedas nos juros aliadas à fraca regulação da década de 1990 incentivaram o governo, em 2002, a adotar medidas que ampliassem o acesso à casa própria por parte dos americanos de baixa renda com a "*Lei Single-Family Affordable Housing Tax Credit Act*, incentivando construção de residências em áreas degradadas", o chamado grupo *subprime* passou a ter acesso a empréstimos, contribuindo para uma queda na qualidade do crédito (Amorim, 2011); porém não somente as formas de empréstimo *subprime* se elevaram, como também os *primes*.

GRÁFICO 2. Taxas de juros norte americanas.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Mundial

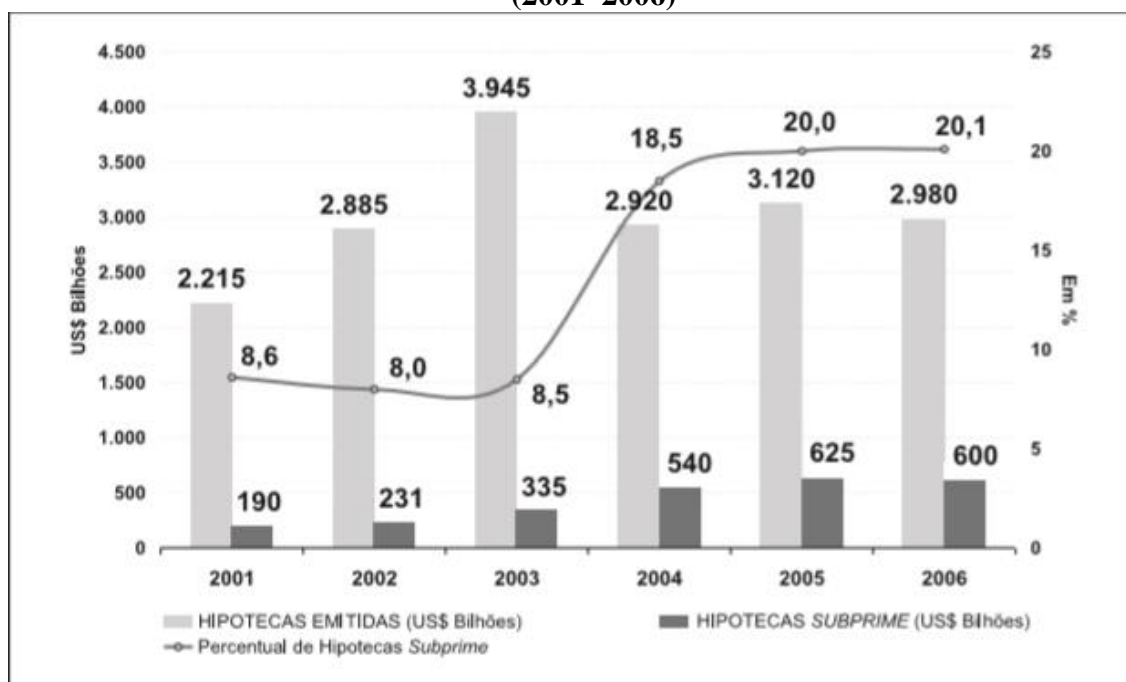
Esse momento de grande crescimento econômico pode ser explicado pela a incorporação de novos potenciais tomadores de financiamento imobiliário, *subprime* visualizado no Gráfico 3. Verifica-se que há uma relação entre causa e efeito, em 2004, entre a queda de juros e o crescimento das hipotecas do tipo *subprime*.

Como destaca Torres Filho (2011, p. 2) esses novos empréstimos eram destinados a uma camada da população que pelas normas tradicionais de concessão de crédito, tanto de instituições privadas, tanto de públicas, não teria condições de arcar com os custos de um

financiamento. Uma característica típica desse grupo, é que eram chamados de *ninja*, da expressão em inglês “*no income, no job or assets*” (sem renda, sem emprego ou bens); muitos não tinham sequer condições de apresentar a documentação mínima exigida para o crédito imobiliário, seja por serem residentes ilegais ou por terem ficado inadimplentes nos dois anos anteriores.

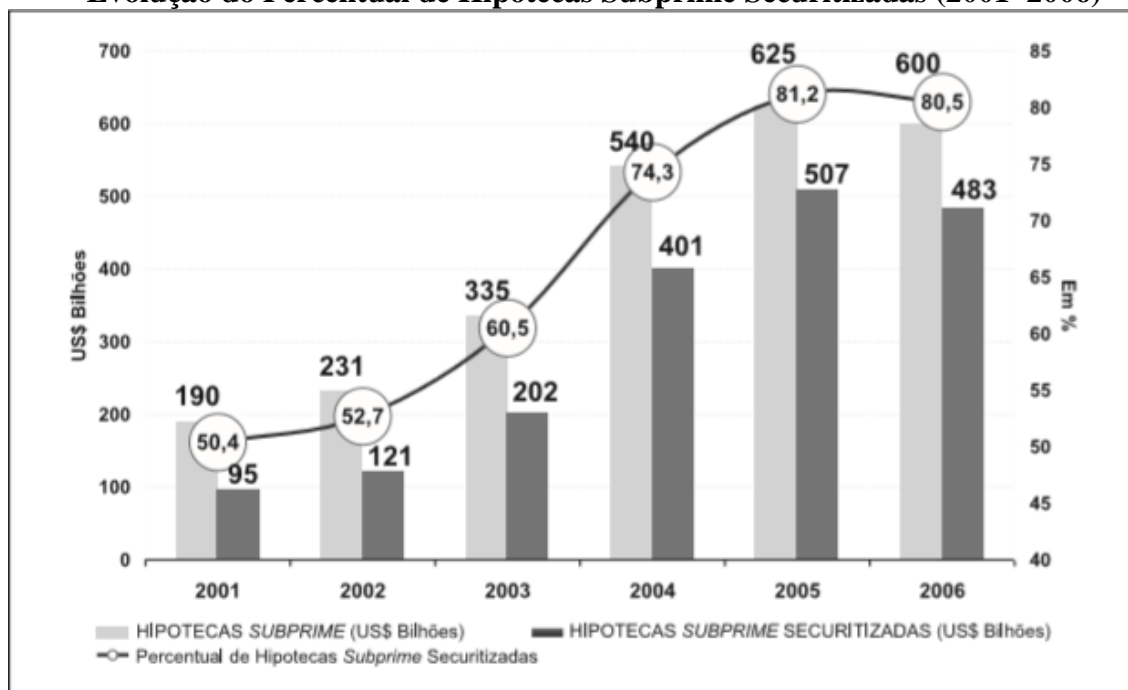
Como os créditos *subprimes* envolviam grandes riscos de retorno, os bancos se valeram dos processos de securitização já existentes, transformação de hipotecas em títulos transferidos ao mercado monetário, para minimizar esses riscos. Os gráficos 3 e 4 mostram o peso desses fatores no mercado imobiliário americano. Observa-se que não só as hipotecas *subprime* se elevaram bastante por volta de 2004, mas também o processo de securitização para sustentar essa nova camada de tomadores também aumentou, chegando a 74,3% em 2004, atingindo o recorde em 2005 e sem muitas alterações em 2006.

GRÁFICO 3
Emissão Total de Novas Hipotecas e Participação das Hipotecas Subprime
(2001–2006)



Fonte: BORÇA JUNIOR E TORRES FILHO, 2008

GRÁFICO 4
Evolução do Percentual de Hipotecas Subprime Securizadas (2001–2006)



Fonte: BORÇA JUNIOR E TORRES FILHO, 2008

A partir desta análise sobre os acontecimentos que antecederam a crise e sobre o período de crescimento econômico verifica-se que o governo atuou de forma incisiva no mercado imobiliário com o objetivo de incentivar a aquisição e moradias pelas classes de média e baixa renda através de leis e da política monetária, o que por sua vez incentivou ou bancos a buscarem novas formas de financiamento e diluição dos riscos. Na próxima seção, será discutida a forma na qual o sistema financeiro americano no mercado de hipotecas passou a funcionar a partir dessas ações do governo, os novos clientes e os processos de inovações financeiras.

CAPÍTULO 3 - FINANCIAMENTO DO SISTEMA IMOBILIÁRIO AMERICANO

INTRODUÇÃO

O sistema imobiliário americano funcionava basicamente através da concessão de empréstimo e inovações financeiras, mais difundidas como processo de securitização que tinham como objetivo minimizar os riscos das operações financeiras.

Esse processo só foi possível devido ao excesso de ativos financeiros provenientes do exterior na década de 1990 e, para poder escoar esses ativos o governo optou pelo relaxamento das normas de concessão de crédito, fazendo com que os grandes bancos se enveredassem em novos processos financeiros que não tinham nem base de sustentação no governo, ou em qualquer outra instituição que regulasse o sistema.

Pouco tempo depois, com a crise do ponto com e os atentados terroristas de 11 de setembro, o governo agiu de forma a socorrer a economia reduzindo os juros e, em 2002, passou a incentivar o crédito para as camadas de baixa e média renda da sociedade.

O objetivo deste capítulo é apresentar os integrantes do sistema e suas devidas características que, de uma forma ou de outra, contribuíram para a crise. Com base nisso, será discutido a questão da regulação, o conjunto de instituições financeiras que ficaram conhecidas como *Global Shadow Banking System*, o processo de securitização e por fim o papel dos clientes *subprime*.

3.1. A QUESTÃO DA REGULAÇÃO¹

Uma dos principais causadores da crise foi a falta de regulação do sistema financeiro americano no mercado de hipotecas e por isso muito se especulou sobre a inclusão desses agentes nas regulações impostas pelo Acordo de Basiléia.

O objetivo principal do Acordo de Basileia I era criar exigências mínimas de capital de 8% da soma total dos ativos que os bancos comerciais deveriam manter em seus balanços a fim de se precaverem contra o risco de crédito; esse percentual deveria ser ponderado pelo risco correspondente a cada ativo, podendo ser modificado de acordo com o grau de risco das operações.

O Acordo visava reduzir o risco de fracasso dos bancos, garantir liquidez ao Sistema Financeiro Internacional, padronizar as normas aplicáveis às instituições financeiras e estabelecer limites operacionais para os bancos com operações internacionais.

"O problema do acordo é que o mesmo não era abrangente o suficiente a ponto de englobar mercados como o de derivativos e securitização de recebíveis, era aplicável exclusivamente a bancos comerciais." (Amorim, 2011, p. 16)

Na prática, as exigências mínimas de capital que deveriam fazer com fosse mantido nos balanços apenas ativos de baixo risco, acabaram por criar estímulos para que os bancos gerenciassem suas operações em direção ao mercado de títulos sobre o qual não incidiam obrigações de natureza regulatórias o invés de fazer com que os bancos mantivessem em seus balanços apenas ativos de baixo risco para gerenciar seu *mix* de serviços em direção ao mercado de títulos.

Os 8 por cento exigidos pelo Acordo de Basiléia como reserva de capital, na realidade eram mais baixos que o requerimento interno de risco exigido para que os bancos continuassem mantendo os empréstimos mais arriscados com um requerimento interno de capital. Além do mais, as novas classificações dos ativos por meio do processo de securitização permitiu que os bancos reduzissem a quantidade de capital necessária para se manterem em conformidade com as regulamentações de Basiléia I.

¹ Seção desenvolvida com base na obra de Amorim, (2011)

Outra característica importante sobre a atuação das normas do Acordo de Basiléia é que o mesmo não contemplava mecanismos de gerenciamentos de riscos, tendo em vista que os novos processos financeiros não possuíam garantias.

3.2- O GLOBAL SHADOW BANKING SYSTEM²

Os grandes bancos e corretoras americanas tiveram um papel importantíssimo na emergência da crise, pois através do processo de securitização, venda de títulos no mercado de capitais para agentes privados, conseguia "ampliar suas operações sem ter de reservar percentuais de capital requeridos pelo Acordo de Basiléia", logo, eram capazes de financiar a maior parte dos créditos *subprimes*, com riscos elevados, visto pelas novas normas de crédito garantidas pelo FED, essa parcela da população passou a contar com as garantias do governo. Isso só se tornava possível, pois "outros agentes se dispuseram a assumir a contraparte dessas operações, ou seja, assumir esses riscos contra um retorno que, à época, parecia elevado". (Farhi e Cintra, 2009, p. 26).

Esses agentes (*hedge funds*, fundos de investimentos, fundos *private equity*, os veículos especiais de investimento, fundos de pensão e seguradoras, além dos bancos regionais americanos especializados em crédito hipotecário e agências públicas) foram chamados de *Global Shadow Banking System*, pois deixaram de atuar como fornecedores de crédito e assumiram o papel crescente de intermediadores de recursos em troca de comissões, e também passaram a administrar fundos de investimentos, oferecer serviços de gestão de ativos por meio de vários departamentos, fornecer seguros financeiros (*hedge*) como *dealers* no mercado de derivativos e ofertar linhas de crédito nas emissões de *commercial paper* e outros títulos de dívidas no mercado de capitais. (Farhi, 2002 *apud* Farhi e Cintra, 2009, p. 27)

Como destaca McCulley (2007):

² Esta seção foi desenvolvida a partir da obra de Farhi e Contra, 2009

Global Shadow Banking System é um conjunto de instituições envolvidas em empréstimos alavancados que não tinham, até a eclosão da crise, acesso aos seguros de depósitos e/ou às operações de redesconto dos bancos centrais. (Farhi e Cintra, 2009, p. 27).

Os SIVs, como foram citados acima, constituem parte significativa no *Shadow Banking System*, por englobar em suas transações as operações do fundo CDO, pelo seu papel no desencadear da crise e por não serem tecnicamente propriedades dos bancos nem seus resultados serem registrados nos balanços.

Os SIVs e outros intermediários financeiros, que não obtinham recursos através de depositantes e nem podiam emitir moeda ao oferecer empréstimos, utilizaram-se dos mercados de capitais, através da emissão de títulos de curto prazo (*commercial papers*), comprados pelos fundos de investimentos (*money market mutual funds*), para assumir a contraparte das operações dos bancos tanto no mercado de derivativos, vendendo proteção contra riscos de crédito, como nos produtos estruturados, adquirindo os títulos emitidos pelos bancos com rentabilidade vinculada ao reembolso dos créditos que estes concederam. Tornaram-se, desse modo, participantes deste tipo de mercado, obtendo recursos de curto prazo com os quais financiavam créditos de longo prazo.

O *Global Shadow Banking System* engloba, além dos SIVs, uma ampla variedade de instituições financeiras. As principais são os grandes bancos de investimentos (*brokers-dealers*), seguidos pelos *hedge funds* e outros investidores institucionais, sobretudo as seguradoras, os fundos de pensão e as *Government Sponsored Enterprises* (GSE).

3.3- O PROCESSO DE SECURITIZAÇÃO³

O processo de alavancagem de recursos consistia basicamente de transferência de diferentes contratos de hipotecas para um único fundo de hipotecas – o *Mortgage Pool*; este fundo emitia cotas (*tranches*) de classes diferentes, onde cada cota possuía uma taxa de retorno proporcional ao seu risco, ou seja, quanto maior o risco, maior o retorno, porém, as cotas de maior risco tinham prioridades de pagamentos menores. A combinação de risco-retorno era baseada em modelos estatísticos próprios de gestão de risco das principais empresas classificadoras – Standard and Poor's, Moody's e Fitch.

As cotas eram divididas em três grupos: *Senior*, *Mezzanine* e *Equity* ou *Toxic Waste*. As seniores eram classificadas em AAA, AA, A e tidas como de menor risco e vendidas diretamente no mercado aos investidores; as cotas *mezzanine*, classificadas em BBB, BB, B, eram de risco médio e junto às de risco extremo, *equity*, eram submetidas a um novo processo de transformação financeira mediante o uso de derivativos de crédito, que melhoravam suas respectivas classificações de risco.

Essa nova transformação ocorria através dos fundos CDO - *Collateralized Debt Obligation* (Obrigação de Dívida Colateralizada) junto com um conjunto diversificado de ativos financeiros (cartões de crédito, recebíveis de crédito para compra de automóveis etc.). As cotas de risco médio, *mezzanine*, e as de risco extremo, *equity* eram reclassificadas como AAA, AA, A; BBB, B, B e *equity*. O objetivo era produzir a máxima diluição do risco de cada hipoteca individualmente a fim de que alcançassem melhores classificações de risco comparativamente às dos títulos que lhe deram origem, permitindo que inúmeros papéis lastreados nas hipotecas *subprime* fossem classificados como de baixo risco.

De forma mais simples, o fundo CDO transformava grande parte dos títulos de risco médio em títulos seniores da *mortgage pool*. Dessa forma, "os bancos podiam captar recursos a um custo menor no mercado de capitais para financiar essa parte "menos nobre" dos ativos lastreados nas hipotecas *subprime*". (Borça Jr e Torres Filho, 2008, p. 142)

³ Esta seção é desenvolvida a partir de Cintra e Cagnin (2007) e Borça Jr e Torres Filho, (2008).

Assim como as tranches de médio risco, o mesmo procedimento era necessário às cotas de risco extremo, ou *toxic waste*. Para estas cotas, a solução foi a transferência para os *Special Investment Vehicles* (SIV) - Veículos Especiais de Investimentos, entidades segregadas contabilmente de seus controladores com operações sem respaldo nas regras de Basiléia. Para carregar esses papéis, estes veículos estruturados emitiam *asset-backed commercial paper*, dívida de curto prazo lastrada em ativos (CDO, classificada como *equity*, com *rating* muito baixo), contando com uma linha de crédito contingente fornecida pelas instituições financeiras controladoras para garantir a liquidez dos papéis.

Cintra e Cagnin (2007) destacam que “As combinações foram realizadas de modo que alguns desses ativos lastreados nas hipotecas *subprime* acabaram reclassificados como de excelente risco ou como bom grau de investimento. O reempacotamento das hipotecas de alto risco, com anuência das agências de classificação de risco de crédito, viabilizou sua aquisição pelos investidores com menor aversão ao risco, mas também pelos investidores institucionais, tais como os fundos de pensão e as companhias de seguro, que observam regras de prudência.”

Segundo Torres Filho e Borça Jr (2008, p. 144): "Esse tipo de estruturação esbarrava num grande problema, como transformar títulos imobiliários de trinta anos de maturidade em *commercial papers* de três a seis meses?" Para isso, tornaram-se necessários novos esquemas que mantivessem "programas permanentes de colocação e resgate de seus títulos (*commercial papers*) no mercado" por parte das SIVs.

Portanto, o processo de transformação financeira, mediante a utilização de produtos financeiros estruturados – fundos CBOs e SIVs –, possibilitou, simultaneamente, a redução dos custos de captação das instituições financeiras com a venda de créditos de baixa qualidade no mercado de capitais" e a "transferência dos riscos de crédito para o patrimônio dos investidores" (Torres Filho e Borça Jr, 2008, p. 144). Em outras palavras, isso significava que eram emitidos novos títulos de dívida cujos valores derivavam de outros títulos, baseados nas hipotecas *subprime*.

Neste processo conhecido como “*repackage*”, por mais que servisse para reduzir os riscos das tranches BBB, BB e B, foram adquiridas por diversos investidores institucionais e por *hedge funds*, sendo adquiridos, também, por diversas instituições internacionais.

Como relata Cintra e Cagnin (2007, p. 319), “diante do excesso de riqueza financeira acumulada (reservas internacionais dos asiáticos e dos exportadores de petróleo), as mesas de operação dos bancos em Wall Street tinham ordens para adquirir qualquer dívida americana classificada com grau de investimento (não especulativo)”. O que se tornou um agravante quando a crise emergiu.

3.4. SUBPRIME⁴

O termo *subprime*, que muito se difundiu refere-se a uma nova classe de clientes de hipotecas que não possuíam garantias de bons antecedentes de crédito e nem renda suficiente para arcar com um empréstimo de longo prazo. Segundo Carvalho (2008, p. 2), “essas pessoas ficavam de fora do mercado de financiamento de imóveis, por falta de qualificações suficientes para convencer as instituições financeiras de que era um risco aceitável”.

Os créditos imobiliários *subprime* apresentavam algumas características particulares que, por si só, já aumentavam seus riscos. Eram operações de longo prazo, normalmente 30 anos, conhecidas como 2/28 ou 3/27, onde nos primeiros dois ou três anos, as prestações e as taxas de juros eram fixas e relativamente baixas, geralmente inferiores às praticadas no mercado, e nos 27 ou 28 anos restantes, as prestações e os juros possuíam valores mais elevados e reajustados periodicamente com base em taxas de mercado.

À medida que as taxas de juros de mercado dos EUA iam caindo e, simultaneamente, os preços dos imóveis continuavam a subir, as famílias que enfrentavam dificuldades em função dos reajustes de suas hipotecas dispunham de uma alternativa: liquidar o financiamento hipotecário antigo e adquirir um novo, o que, na grande maioria das vezes, acontecia a taxas mais atraentes, iniciando um novo ciclo de pagamentos de mais dois ou três anos, permitindo a incorporação do segmento *subprime* ao mercado.

⁴ Seção desenvolvida com base na obra de Borça Jr e Torres Filho, 2008

Esse processo só foi possível porque o nível de preços dos imóveis continuava a subir, permitindo assim resgatar uma parte do valor investido e também arcar com as comissões dos intermediários financeiros.

Se os preços dos imóveis se reduzem, o imóvel passa a não fornecer uma margem de segurança ao ofertante de recursos; com isso, maiores são as chances de os compromissos hipotecários não serem honrados, uma vez que a dívida pode tornar-se maior que o valor do bem, fazendo com que o tomador abandone o pagamento da hipoteca e entregue a propriedade do imóvel ao credor, dificultando também a venda desses créditos a terceiros no mercado de capitais.

No decorrer da crise muito se cogitou sobre a atuação de especuladores, porém quando a taxa de juros começou a aumentar em 2006 e a partir de 2007 os preços dos imóveis caíram, pouca importância tem a distinção entre tomadores *subprime* e especuladores, visto que pelo próprio padrão de empréstimo 2/28 ou 3/27 utilizados na época, nos restantes 27 ou 28 anos restantes, o pagamento já era realizado através de taxas ajustáveis; logo, a queda no valor dos imóveis tornou a dívida superior ao valor do bem, o que por sua vez levou ao aumento das execuções hipotecárias.

CAPÍTULO 4. A CRISE FINANCEIRA DE 2007-2008

INTRODUÇÃO

A economia americana vinha passando por um período de grande crescimento econômico e um dos setores que mais cresceu foi o imobiliário; esse crescimento foi impulsionado pela incorporação dos clientes *subprime* e pela diluição dos riscos de empréstimos através do processo de securitização utilizados pelos bancos, tendo em vista a falta de regulação por parte do governo. Esse período se caracteriza pela elevação do índice de preços, causando apreensão no governo, o que o levou a agir de forma a contê-lo.

A principal medida de contenção adotada pelo governo se deu através da política monetária, porém seus efeitos não foram tão satisfatórios causando a deterioração dos ativos de grandes instituições, forçando o governo a agir drasticamente.

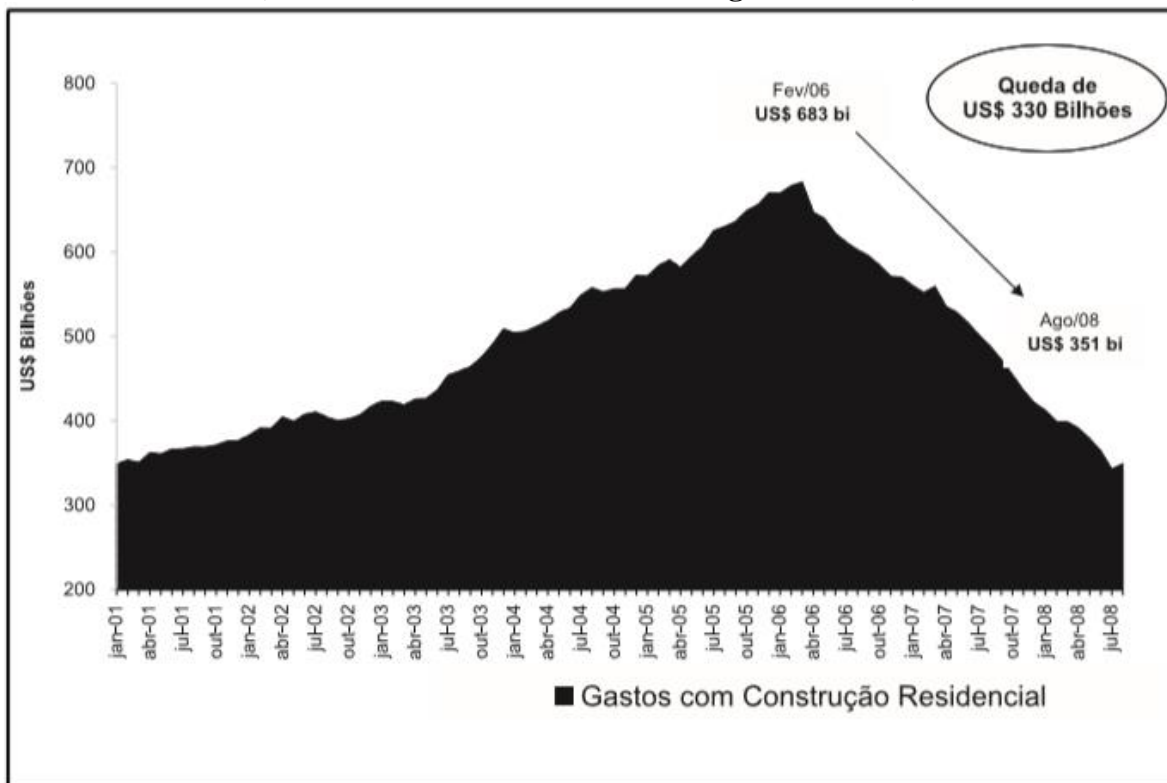
Desta forma, este último capítulo tem por objetivo analisar a partir de quando o sistema financeiro começou a dar sinais de colapso, rompendo com o crescimento econômico descrito no capítulo 2, o modo que o governo agiu com o objetivo de minimizar os efeitos da crise que se instaurava e as consequências iniciais desses atos.

4.1- INDÍCIOS DE CRISE FINANCEIRA

Devido ao alto índice de inflação ocasionado pelo crescimento dos preços dos imóveis, o governo americano optou por elevar gradativamente a taxa básica de juros, saindo do patamar de 1% a.a., em maio de 2004, para 5,25% a.a., em junho de 2006.

O impacto inicial desta medida pode ser vista pela queda dos gastos do setor de construção residencial, caindo, aproximadamente em US\$ 330 bilhões de fevereiro/2006 a agosto/2008, como pode ser visto no gráfico abaixo.

GRÁFICO 5
Gastos em Construção Residencial nos EUA (2001–2008)
 (Dados Mensais Anualizados até Agosto de 2008)



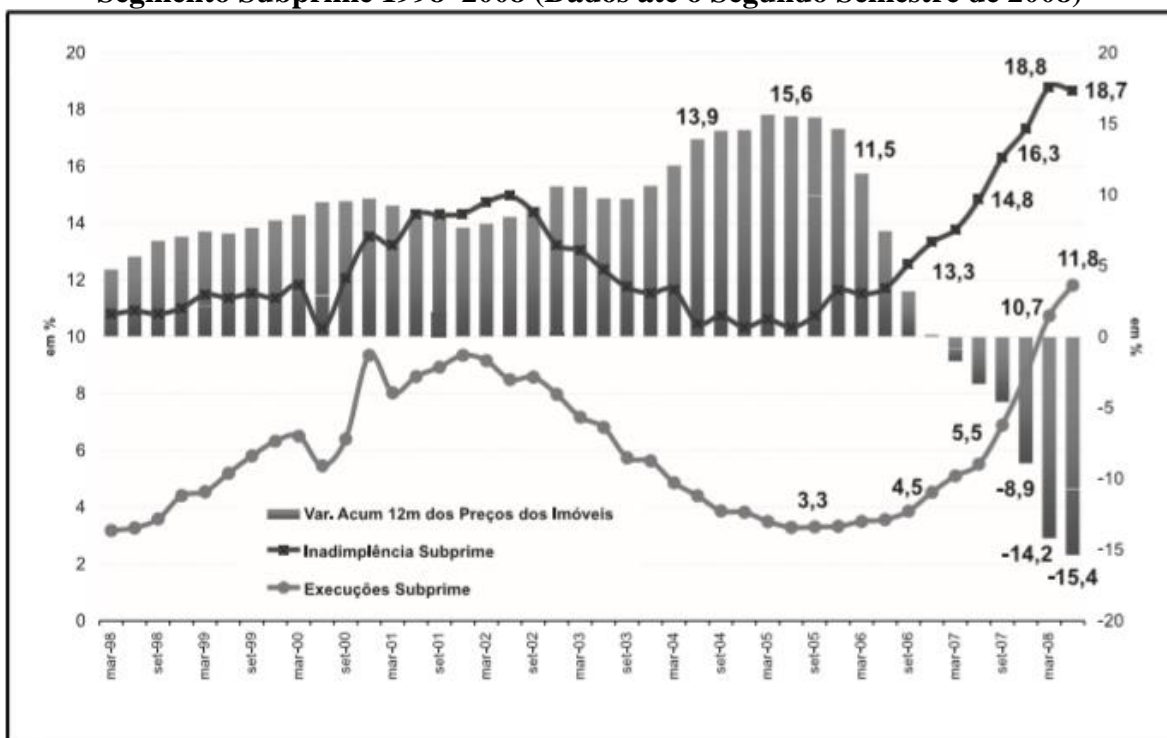
Fonte: Borça Jr e Torres Filho, 2008, com base em dados da Bloomberg.

De acordo com Taylor (2007) em Borça Jr e Torres Filho (2008, p. 19), como os preços da habitação continuavam a subir, a inadimplência e as taxas de execuções de hipotecas *subprime* mantiveram-se no mesmo nível.

Num segundo momento, já em 2007, com a taxa de juros a níveis normais, a demanda habitacional caiu rapidamente fazendo com que os preços também sofressem queda; nesse estágio, o valor da dívida ficou maior que o valor do imóvel inviabilizando a continuidade do processo de refinanciamento das hipotecas fazendo com que as execuções hipotecárias aumentassem consideravelmente, como mostra o gráfico abaixo sobre a evolução dos preços dos imóveis em vinte regiões metropolitanas dos EUA; conclui-se, então, que há uma "correlação negativa entre as duas séries, ou seja, a partir do momento

em que há uma queda dos preços imobiliários, a inadimplência cresce em grande velocidade". (Borça Jr e Torres Filho, 2008, p. 149)

GRÁFICO 6
Variação dos preços dos imóveis e da Inadimplência e Execuções de Hipotecas do Segmento Subprime 1998–2008 (Dados até o Segundo Semestre de 2008)



Fonte: Borça Jr e Torres Filho (2008) com base em dados da Bloomberg.

4.2- A CRISE FINANCEIRA E SUAS CONSEQUÊNCIAS

O aumento das execuções hipotecárias devido a queda no preço dos imóveis poder ser considerado como um dos indícios de que o mercado de hipotecas não estava funcionando corretamente, mas, num primeiro momento, acreditava-se que os efeitos da crise no mercado imobiliário seria bastante restrito e não traria grandes consequências na economia americana como um todo e nem globalmente, como pode ser percebido pela declaração de Ben Bernanke, Presidente do Federal Reserve – FED, em maio de 2007:

“... o efeito dos problemas no segmento subprime sobre o mercado imobiliário como um todo será, provavelmente, limitado e não esperamos

consequências significativas (...) para o resto da economia ou do sistema financeiro” (TORRES FILHO e BORÇA JUNIOR, 2008, p. 130)

Como relata Borça Jr e Torres Filho (2008, p. 290) ao destacar um trecho de um novo pronunciamento de Bernanke, em agosto de 2007: “... vários eventos que se seguiram à crise do *subprime* levaram os investidores a acreditar que o risco de crédito poderia ser maior e mais difundido do que se pensava anteriormente”.

De acordo com Gonçalves (2008), "a causa imediata da crise encontra-se na insolvência generalizada no sistema de hipotecas nos Estados Unidos" quando os preços das residências começaram a cair a partir de 2007. Com isso, ficou mais difícil renegociar as hipotecas, elevando as taxas de inadimplências e execuções hipotecárias.

"Neste momento, com expectativas frustradas, os investidores trataram de se desfazer de suas reservas em créditos hipotecários, o que afetou vários mercados" (Borça Jr e Torres Filho, 2008, p.131)

Segundo Tavares (2009, p.3), foi também neste momento que "os fundos que consolidavam posições de alto risco em novos títulos no mercado secundário acompanharam o movimento e passaram a ser rejeitados no mercado monetário, que por sua vez atingiu violentamente as instituições do mercado hipotecário, em particular Fannie Mae e Freddie Mac". (Tavares, 2009, p.3)

Neste momento, como destaca (Borça Jr e Torres Filho, 2008, p. 145), “houve uma redução na liquidez dos títulos de curto prazo (lastreados por ativos) nos EUA, os chamados *commercial papers*, principalmente os distribuídos pelas SIVs, pois além dos resgates, não houve renovação dos títulos, visto que as informações sobre de quem seria responsabilizado em casos de perdas que os investidores se tornaram receosos em se comprometer”.

Com isso, as taxas de juros nos mercados interbancários começaram a subir, e como destaca Borça Jr e Torres Filho (2008, p. 131), indicavam que “os grandes bancos estavam receosos em realizar empréstimos de curto prazo entre si, levando a um aumento dos custos de captação de recursos”. Os Bancos Centrais se viram obrigados a intervir através de injeção de liquidez para evitar que os efeitos da crise fossem devastadores.

Para Borça Jr e Torres Filho (2008, p. 153) nessa crise, os bancos, além dos títulos que não foram repassados ao mercado, foram obrigados a assumir uma parte dos créditos securitizados, aumentando seus ativos. Além do mais, várias dessas instituições já haviam se comprometido com novos financiamentos, que esperavam colocar, posteriormente, junto ao mercado de capitais, porém os investidores desapareceram, fazendo com que os bancos tivessem de manter tais créditos em carteira.

Segundo Borça Jr e Torres Filho (2008), "as injeções de liquidez do FED pareciam ter surtido algum efeito, mas as coisas pioraram novamente em novembro de 2007 quando vários fundos soberanos estimaram perda total nos mercados de hipotecas" e quando "as estimativas de perdas no mercado de hipotecas, cerca de US\$ 200 bilhões, tiveram que ser revistas" (Brunnermeier, 2009, p.14).

Borça Jr e Torres Filho (2008, p. 153) destacam que quando o mercado de capitais fechou, "os balanços das instituições se deterioraram cada vez mais fazendo com que os compromissos que foram previamente assumidos tivessem que ser honrados, mesmo sem capital suficiente". Com o agravamento da situação, os Bancos Centrais tiveram que intervir contundentemente nos mercados, tanto nos EUA como na Europa.

Novamente o FED agiu através de política monetária através da redução da taxa básica de juros (que caiu de 5 por cento para 0,5 por cento em poucos meses), Tavares (2009, p.4) destaca ainda que além da queda nas taxas de juros, o FED criou "programas gigantescos de liquidez para tentar evitar que a crise se propagasse".

Algumas iniciativas adotadas pelo congresso americano foram a aprovação da Lei de Estimulo Econômico em Fevereiro de 2008, objetivando a renúncia fiscal, sendo devolvidos US\$ 96 bilhões em impostos de abril a dezembro de 2008. No mês de junho do mesmo ano, foi promulgada a Lei de Habitação e da Recuperação da Economia para recapitalizar as instituições paraestatais, sobretudo as duas grandes, Fannie Mae e Freddie Mac. Através dessa lei foi criada a *Federal Housing Finance Agency* (FHFA) - Agência Federal de Financiamento Habitacional - para regulá-las, autorizando o Tesouro a comprar seus ativos e assumir seus passivos. De acordo com Tavares (2009), essa atitude "pode ser considerada como uma das mais drásticas intervenções do governo no mercado financeiro privado em muitas décadas."

Além da FHFA, as principais intervenções ocorreram por meio de operações compromissadas (*repurchase agreements* ou apenas *repo*), onde as hipotecas de longo prazo poderiam ser trocadas por títulos públicos, limitadas ao valor de US\$ 100 bilhões, compensando parte dos recursos que foram sacados pelos fundos de investimento; mesmo assim, como destaca Borça Jr e Torres Filho (2008, p.154), “os investidores – em particular, os *money market funds* – ainda estavam reticentes em voltar a aplicar seus recursos nos bancos por prazos superiores a um mês”. O problema sobre essas operações de troca de ativos é que, por se tratarem de um mecanismo de liquidez, tinham um prazo curto de 28 dias. Ao final desse período, o FED poderia, unilateralmente, cancelá-la, mas, de antemão, havia garantias do governo americano de que enquanto perdurasse a crise esse sistema *repo* se manteria.

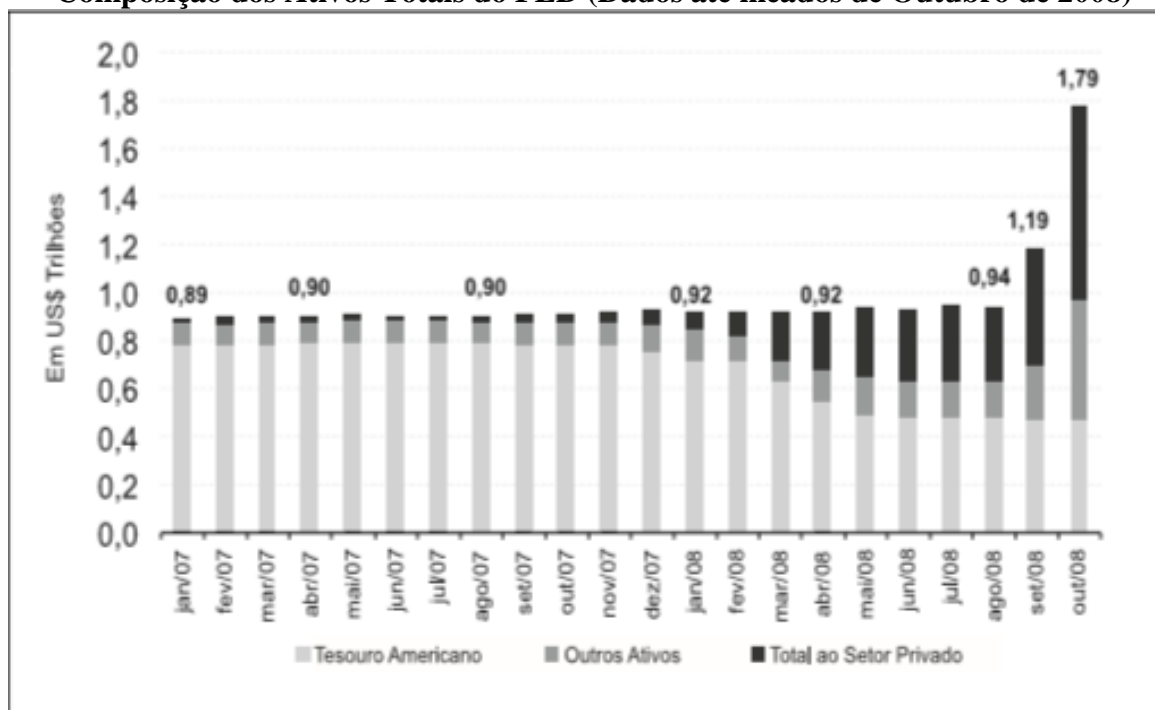
Borça Jr e Torres Filho (2008, p.155) enfatizam que, além das operações *repo*, o governo decidiu ampliar o volume de recursos disponíveis às instituições depositárias através dos leilões de créditos denominados de *term auction facilities* (TAF), onde os valores poderiam chegar a US\$ 150 bilhões. Também foram realizadas alterações na taxa de desconto (*discount window*), tendo seu *spread* reduzido para 25 basis points relativamente aos FED *funds* e também foi ampliado o prazo dessas operações de trinta para noventa dias.

A partir de março de 2008, dois novos programas de assistência de liquidez foram realizados pelo FED para auxiliar a execução de sua política monetária por meio das instituições *Primary Dealers*, não necessariamente depositárias, credenciadas a operar diretamente com o FED, como descrevem Borça Jr e Torres Filho (2008, p.155): i) *term securities lending facility* (TSLF), que se constitui em um programa de empréstimos de ativos a termo, no qual, pelo prazo de 28 dias, o FED passou a emprestar, até US\$ 200 bilhões em treasuries; e ii) *primary dealer credit facility* (PDCF), que é uma linha temporária de crédito que tem, como contraparte, a aceitação de uma ampla gama de ativos.

Com base em todas essas tentativas de melhorar a liquidez, o valor total dos ativos do FED passou de US\$ 0,9 trilhão para cerca de US\$ 1,79 trilhão, em agosto de 2007, no início da crise, até meados de outubro de 2008. Para Borça Jr e Torres Filho (2008, p.153) “O mais impressionante é que, do final de agosto de 2008 até meados de outubro do

mesmo ano, os ativos totais elevaram-se em mais de 90%”...”a participação dos títulos do Tesouro americano (U.S. Treasury) no total dos ativos do FED reduziu-se, nesse mesmo período, ou seja, entre agosto de 2007 e meados de outubro de 2008, de 87% para 26,6%, enquanto os créditos ao setor privado se ampliaram de 3% para 45%”.

GRÁFICO 7
Composição dos Ativos Totais do FED (Dados até meados de Outubro de 2008)



Fonte: Borça Jr e Torres Filho, 2009

De acordo com Tavares (2009), “a elevada oferta de financiamento, a taxas de juros baixas, não impulsionaram apenas o endividamento geral do setor privado (empresas, bancos e famílias). As condições favoráveis e descontroladas de oferta de crédito levaram também vários Estados da União a financiarem seus déficits fiscais crescentes no mercado privado interno”.

Com a possível falência do Bear Stearns no mês de março, o quinto maior banco de investimento dos EUA, o Banco Central americano liberou uma linha de crédito de aproximadamente US\$ 30 bilhões ao JP Morgan Chase para a aquisição do Bear Stearns, dando a entender que tudo seria resolvido. Para Borça Jr e Torres Filho (2008, p.131), “essa atitude, aliada à decisão de garantir as condições de liquidez de todo o mercado

financeiro americano, afastou, pelo menos temporariamente, as expectativas mais pessimistas sobre o andamento da crise”. Diante disso, parecia que o pior da crise financeira já havia passado como afirmou o próprio secretário do Tesouro, Henry Paulson, e importantes colunistas internacionais.

Borça Jr e Torres Filho (2008) destacam que “em meados de julho, esse otimismo foi novamente abalado devido aos problemas de liquidez que atingiram as GSEs – Fannie Mae e Freddie Mac (agências privadas garantidas pelo governo norte-americano)”, o Tesouro americano resolveu injetar liquidez nessas instituições, na ordem de US\$ 200 bilhões. Este problema nos balanços das GSEs demonstrou que a “desvalorização de ativos não se limitou apenas ao mercado imobiliário, afetou também as ações de grandes instituições nas bolsas de valores”. Os mercados, por sua vez, não se mostraram muito favoráveis a tais intervenções e, no mês de setembro, “as autoridades americanas optaram por assumir o controle das duas instituições, ou seja, optou-se por estatizá-las”.

A crise financeira se agravou ainda mais em meados de setembro de 2008 quando o Lehman Brothers, o quarto maior banco de investimento americano, passou por grandes dificuldades, mas neste caso, o governo americano negou qualquer tipo de respaldo financeiro por mais que houvesse interesse na aquisição por parte de alguns bancos; com isso, o Lehman Brothers entrou com pedido de concordata.

Borça Jr e Torres Filho (2008, p.132) enfatizam que após esse episódio a crise se agravou consideravelmente, “gerando um forte pânico nos mercados globais”, acarretando paralização das operações interbancárias. Várias instituições financeiras internacionais ficaram à beira da falência, “cresceram preocupações e desconfianças dos investidores com relação à solvência do sistema bancário norte-americano e seus possíveis impactos sobre o lado real da economia, resultando em movimentos de pânico nos mercados de ações, de câmbio, de derivativos e de crédito em âmbito global”⁵

Nesse período, instituições financeiras não bancárias sofreram uma verdadeira “corrida bancária” contra o *global shadow banking system* na expressão de McCulley (2007b), ou de uma “corrida bancária contra não bancos” segundo Kedroski (2007) evidenciado em Farhi e Cintra (2009, p. 31). Com isso, o Federal Reserve e o Tesouro

americano liberaram aos bancos de investimentos e às GSEs acesso as operações de redesconto e criaram linhas de crédito aos *money market mutual funds*; devido a esses acontecimentos, na opinião de Borça Jr e Torres Filho (2008 p. 132), falência do Lehman Brothers, é considerada o "ponto nevrálgico de agravamento da crise financeira".

Tendo em vista o pânico que se instaurava, o governo americano mudou sua postura e começou a intervir positivamente em algumas instituições, como no caso da maior companhia de seguros dos EUA – a American Interregional Group (AIG); segundo Borça Jr e Torres Filho (2008, p. 132), “o governo assumiu o controle de quase 80% das ações da seguradora, assim como o gerenciamento de seus negócios,..., auxiliou o Bank of America e o JP Morgan em suas fusões, permitiu-se que de bancos de investimentos se transformassem em holdings banks, fazendo com que essas instituições pudessem receber suporte financeiro do FED via injeções de liquidez. Tavares (2009, p, 5) complementa as atuações do governo através do socorro dado às empresas automobilísticas.

Outro método de intervenção se deu através da TARP (*Troubled Asset Relief Program*) - Programa de Alívio de Passivos Problemáticos, onde o Tesouro disponibilizaria um pacote no valor de US\$ 700 bilhões, que serviria para a compra dos ativos imobiliários ilíquidos (“podres”- ativos tóxicos) dos bancos; como salienta Borça Jr e Torres Filho (2008, p. 133), a intenção era de “aquietar de vez o sistema financeiro... era uma alternativa de injetar capital nas instituições financeiras”, não obstante, só uma parte do valor foi liberada através do programa de Compra de Capital (CPP); os efeitos esperados das novas medidas não se materializaram e os mercados ao redor do mundo voltaram a enfrentar dificuldades.

Como relata Tavares (2008), a profundidade da crise foi tanta, que "estendeu-se a toda a economia mundial a partir do ultimo semestre de 2008. Os grandes bancos europeus que também se tinham globalizado e alavancado de forma análoga aos americanos sofreram de imediato os efeitos do aperto de crédito no mercado interbancário e seus governos tiveram de socorrê-los em algum casos mediante estatização explícita”, e com isso, “os principais Bancos Centrais do mundo realizaram um corte de 0,5 p.p. em suas

⁵ Trecho elaborado com base nos trabalhos de Borça Jr e Torres Filho, 2008, p.132; Tavares, 2008, p.4 e Farhi e Cintra, 2009, p. 30

taxas básicas de juros e garantiram depósitos bancários. (Borça Jr e Torres Filho, 2008, p.133)

Como ressalta Gonçalves (2008, p. 2), a crise que se iniciou no mercado imobiliário americano teve repercussões em todo o mundo devido a “crescente interdependência entre os sistemas financeiros nacionais”, destacando a extensão global da crise.

Segundo Borça Jr e Torres Filho (2008, p, 153), o FED, por sua vez, “desde o início da crise e, principalmente, após o seu agravamento em meados de setembro de 2008, fez aumentar a liquidez dos ativos dos bancos americanos mediante ampliação da liquidez do sistema”, muitas dessas ações não surtiram o efeito desejado, o que ocasionou diversos desequilíbrios patrimoniais, tanto nos Estados Unidos, quanto no exterior, principalmente a Europa. Os efeitos dessa crise podem ser vistos até os dias de hoje e por isso essa recente crise é comparada com a Grande Depressão em 1929.

CONCLUSÃO

A recente crise financeira iniciada no mercado de hipotecas norte-americano em meados de 2007 em decorrência da elevação da inadimplência e desvalorização dos imóveis e dos ativos financeiros lastreados em hipotecas *subprime*, de alto risco, alcançou proporções gigantescas em todo o mundo, principalmente na Europa.

Para muitos estudiosos, a culpa principal da crise recai sobre os tomadores *subprime*, mas os mesmos não devem ser considerados como tal, por mais que tivessem grande participação nos processos de securitização; atitudes anteriores à inclusão desse grupo nas carteiras das grandes instituições de crédito imobiliário devem ser levadas em conta, como por exemplo, a regulação, ou a falta através do relaxamento das normas de crédito, na década de 1990, o que levou os bancos a buscarem novas formas de levantamento de recursos através de inovações financeiras, e reduzir as taxas de juros em 2001.

A questão da regulação se torna mais grave quando se analisa o Acordo de Basileia, que por si só não foi suficiente para evitar o caos que se instaurava; alegava-se que tal acordo não englobava mercados como o de derivativos e securitização de recebíveis, sendo aplicável exclusivamente a bancos comerciais.

Esses dois fatores, juros baixos e fraca regulação, incentivaram a tomada de empréstimos, principalmente imobiliários; valendo-se disso, as instituições financeiras que atuavam no mercado de hipotecas, viram no processo de securitização (criação de títulos lastreados em hipotecas) uma saída para o risco que os créditos *subprimes* apresentavam, por mais que houvesse “autorização” do governo para o relaxamento das normas.

O processo de securitização, talvez com um peso maior que os clientes *subprime*, consistia em criar novos produtos financeiros através da formação de carteiras diversificadas de hipotecas e outros tipos de empréstimos, títulos corporativos e outros ativos, como recebíveis de cartão de crédito, convertendo-os em títulos padronizados negociáveis no mercado de capitais. Esses novos títulos eram divididos em tranches, categorias, que de acordo com os riscos envolvidos determinavam o grau de prioridade de recebimento, valendo-se do seguinte raciocínio: quanto mais alto o risco, maior a remuneração e menor a prioridade em casos de inadimplência.

As cotas do tipo *Super Sênior* eram as mais bem avaliadas e por isso quanto ao risco, recebiam taxas de retorno inferiores às demais, porém o grau de prioridade era maior; já as cotas *Equity* ou *Toxic Waste* eram avaliadas como de péssimo risco e por isso sua taxa de retorno era maior, mas em casos de inadimplência eram as últimas a serem pagas, até mesmo após a liquidação das cotas intermediárias, *mezzanine*.

Como forma de solver o risco dos créditos intermediários e os de maior risco, essas cotas eram transferidas às empresas de investimentos estruturados, CDO e SIVs, respectivamente, responsáveis pela nova classificação e colocação dos títulos no mercado monetário. Esse processo de transformação era feito com os mesmos critérios de avaliação de risco-retorno das principais agências especializadas em gestão de risco, Standard and Poor's, Moody's e Fitch. Com tal atribuição, nada mais justo de os títulos terem boa receptividade no mercado financeiro.

Os créditos *subprime* possuíam características que os tornavam de alto risco; assim como qualquer empréstimo imobiliário, os *subprimes* também eram de longa duração, em média 30 anos, sendo os dois ou três primeiros com taxas fixas e baixas e com os restantes 27 ou 28 anos, o empréstimo era realizado de acordo com as taxas ajustáveis.

Dentro da mesma linha de raciocínio quanto ao risco de um empréstimo, o mercado imobiliário também passou a englobar clientes especuladores que se garantiam nas baixas taxas de juros dos anos iniciais de um empréstimo, ajudando a alimentar o boom no preço dos imóveis.

As instituições responsáveis por todo o processo, de emprestar e captar recursos no mercado de capitais ficaram conhecidas como Global Shadow Banking System, ou simplesmente “bancos sombra”, um conjunto de instituições que funcionavam como banco, captando recursos no mercado de capitais a curto prazo e investindo em ativos de longo prazo. Estas instituições não contavam com garantias do governo e nem tinham acesso a seguros de depósitos, além de não terem nenhum tipo de regulamentação.

Dentre as principais estão os grandes bancos de investimentos (*brokers-dealers*), seguidos pelos *hedge funds* e outros investidores institucionais, sobretudo as seguradoras, os fundos de pensão e as *Government Sponsored Enterprises* (GSE), além das SIVs e CDO responsáveis pela criação de *commercial papers* lastreados em hipotecas.

As expectativas de crescimento constante do mercado imobiliário mudaram de rumo quando o FED optou por novas políticas para conter a inflação sem frear o crescimento econômico, elevando a taxa de juros, que passou de 1% a.a., em maio de 2004, para 5,25% a.a., em junho de 2006. As consequências dessa elevação nos juros podem vistas em duas partes. Num primeiro momento, o impacto foi no crescimento econômico, em termos reais, registrados pelo declínio da construção de residências; o segundo estágio registra-se quando os preços dos imóveis começaram a cair fazendo com que as dívidas ficassem maiores que o valor dos imóveis, tornando alguns empréstimos difíceis de serem liquidados, o que levou a um aumento das taxas de inadimplência e execuções hipotecárias.

Como as hipotecas executadas não rendiam mais, os títulos lastrados nelas perderam seu valor, fazendo com que os grandes bancos e até mesmo famílias tratassem de se desfazer deles o mais rápido possível, reduzindo o valor dos mesmos, tornando-os “podres”. Como muitos desses títulos estavam nas mãos de grandes empresas internacionais, a crise no mercado imobiliário americano atingiu de forma agressiva as economias internacionais.

Tendo em vista todas essas questões, o FED, assim como outros Bancos Centrais, principalmente europeus, tiveram que agir de forma a injetar liquidez no sistema, mas sem

muito efeito. O FED optou por, inicialmente, salvar as GSEs, Fannie Mae e Freddie Mac, através da Lei do Estímulo Econômico, agir através de operações compromissadas – *repo* - troca de hipotecas de longo prazo por títulos públicos, leilões de créditos – TAF, e por realizar alterações nas taxas de desconto.

Mesmo com todas as intervenções, o Bear Stearns quase foi à falência, mas o governo garantiu sua aquisição por parte do JP Morgan em março de 2008. Pouco tempo depois, em setembro, o governo decide estatizar a Fannie Mae e Freddie Mac, porém decide não evitar a falência do Lehman Brothers.

A falência do Lehman Brothers potencializou a crise, causando uma reversão violenta de expectativas no mercado, ameaçando levar as demais grandes instituições financeiras à falência, gerou, ainda, um amplo aumento da preferência pela liquidez dos bancos, prejudicando, até mesmo, o funcionamento dos mercados interbancários.

Novas intervenções foram necessárias, o FED despejou centenas de bilhões de dólares nos caixas dos bancos, o que mais uma vez parecia não ser suficiente, passou-se, então, a propor a compra de “ativos tóxicos”, além de realizar sucessivas capitalizações ad hoc das principais instituições financeiras americanas.

O contágio foi imediato, os mercados de crédito e de capitais do mundo inteiro foram violentamente atingidos, causando diversas crises relacionadas ao comércio exterior, principalmente no que se refere ao valor das commodities, com queda de preços de aproximadamente 50 por cento, afetando principalmente a América Latina.

“De fato, passados cinco anos desde o início da Crise do Subprime nos Estados Unidos, há sinais de que os choques que foram gerados a partir de 2008 continuarão determinando o curso da economia mundial nos próximos anos. Assim, a situação financeira mundial permanecerá “no médio prazo, muito instável (e sujeita) a bolhas e *crashes* nos mercados de ativos”. A situação dos bancos americanos e europeus – que são o

coração do sistema financeiro globalizado – ainda está longe de estar normalizada.”
(TORRES FILHO, 2011, p. 72)

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMORIM, Thiago N. M. Contingência de crises financeiras: Um estudo sobre a evolução da regulação dos mercados e o risco das instituições financeiras no Brasil. Dissertação (Mestrado) - Universidade de São Paulo, 2011;

BRUNNERMEIER, M.K., 2009. Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007 08. *Journal of Economic Perspectives* 23, 77 100;

CARNEIRO, Ricardo de Medeiros. O Sistema monetário-financeiro internacional: Evolução Recente e Impactos da Crise. In: *Inserção internacional brasileira: temas de economia internacional*. Brasília: IPEA, 2010. v. 2. p. 53-80;

CARVALHO, Fernando C. Entendendo a Recente Crise Financeira Global. Artigo escrito originalmente para o site do IBASE (www.ibase.br). 2008;

CINTRA, M. & CAGNIN, R. “Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas”. *Econômica*, Rio de Janeiro, v. 9, n.1, p. 89-131, dez. 2007;

FARHI, Maryse. Crise financeira e reformas da supervisão e regulação. Brasília: IPEA, 2011. (Texto para Discussão, n. 1581);

FARHI, Maryse; CINTRA, Marcos A. M. A arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo. *Revista de Economia Política*, vol. 29, nº 3 (115), pp. 274-294, julho-setembro/2009;

FARHI, Maryse; CINTRA, Marcos A. M. A Crise Financeira e o Global Shadow Banking System. Grupo de Conjuntura – Fundap, 2009;

FARHI, Maryse; PRATES, Daniela Magalhães; FREITAS, Maria Cristina P.; CINTRA, Marcos A. M. A crise e os desafios para a nova arquitetura financeira internacional. In "Dossiê da Crise", Associação Keynesiana Brasileira, Nov. 2008, P. Alegre;

FERRARI FILHO, Fernando e PAULA, Luis Fernando de. Apresentação: Pode “Ela” Acontecer de Novo? In: Associação Keynesiana Brasileira. Dossiê da Crise. Disponível em <http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>. Acessado em agosto de 2013;

FERREIRA, Tiago T. & PENIN, Guilherme. “A crise imobiliária norte-americana sob a ótica de Hyman Minsky”. Boletim de Informações Fipe, out. 2007. Disponível em: http://www.fipe.org.br/publicacoes/downloads/bif/2007/10_25-29-ferr.pdf Acessado em 21/08/2013;

FERREIRA, Tiago T. A crise imobiliária norte-americana sob a ótica de Hyman Minsky. 1º Encontro Internacional – Associação Keynesiana Brasileira, IE, Unicamp, Campinas, abril 2008;

GONÇALVES, Reinaldo. Crise econômica: Radiografia e soluções para o brasil. Socialismo e Liberdade, 2008;

LEIBWITZ, S. J. Anatomy of a train wreck: causes of the mortgage meltdown. Oakland: The Independent Institute, 2008. (Independent Policy Report);

LISTOKIN, David; WYLY, Elvin k. e SCHMITT, Brian. The Potencial and Limitations of Mortgage Innovation in Fostering Homeownership in the United States. Fannie Mae Foundation Research Report, 2002;

LOURENÇO, André Luis C. O pensamento de Hyman P. Minsky: alterações de percurso e atualidade. Economia e Sociedade, Campinas, v. 15, n. 3 (28), p. 445-474, dez. 2006;

MATHIAS, João Felipe C. M. e Lima, Diego B. T. Uma interpretação da crise subprime segundo a abordagem de Hyman Minsky; II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 2009;

MINSKY, Hyman P. The Financial Instability Hypothesis. Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 74, Maio de 1992;

TAVARES, Maria da Conceição. A Crise Financeira Atual. Artigo não publicado (Paper Itamaraty). Brasília: 30/04/2009;

TORRES FILHO, Ernani T. e BORÇA JUNIOR, Gilberto R. Analisando a crise do subprime. Revista do BNDES. 2008, v. 15, p. 129-159;

TORRES FILHO, Ernani T. e BORÇA JUNIOR, Gilberto R. As origens e desdobramentos da crise do subprime. Ensaio sobre a Economia Brasileira. BNDES – 2009;

TORRES FILHO, Ernani T. O Pânico de 2008 e a Longa Recessão: Onde estamos e para onde vamos? Revista Econômica, Niterói, dezembro 2011, v 13, n 2, p. 57-74;