

Do fim de Bretton Woods à crise Sub-prime: a securitização como solução e causa de duas crises financeiras

Karla Vanessa Batista da Silva Leite (karla.leite@ie.ufrj.br)¹

Paulo Fernando de Moura Bezerra Cavalcanti Filho (pcavalcantifilho@hotmail.com)²

Ariela Diniz Cordeiro (arieladiniz2@hotmail.com)³

Sessões Ordinárias: Economia Internacional e Finanças

RESUMO

A economia capitalista mundial experimentou cerca de uma dúzia de graves crises financeiras nos últimos quarenta anos, compreendidos entre 1971, quando o governo dos EUA, unilateralmente, altera a relação dólar-ouro (que ancorava o sistema mundial de pagamentos) provocando o fim do sistema de gerenciamento do comércio e das finanças internacionais, estabelecido em 1944 em Bretton Woods, e o corrente ano de 2011, quando se experimenta os desdobramentos comerciais, fiscais e econômicos da crise financeira internacional iniciada em 2007, também, nos EUA. No último decênio, as mudanças ocorridas no contexto internacional estão novamente “colocando em xeque” as explicações do atual *mainstream* econômico para problemas intrínsecos ao sistema capitalista como, por exemplo, a recorrência de crises financeiras. Um exemplo concreto da falta de aderência das teorias convencionais à realidade econômica foi a recente “crise do *subprime*”. A internacionalização do sistema financeiro modificou de forma substancial os determinantes e a natureza da dinâmica econômica mundial. A crise financeira atual é, principalmente, a crise da globalização financeira, apreendida como uma tendência à criação de um mercado financeiro global que permita a intensificação do fluxo de capitais entre países. A crise do *subprime* acabou expressando todas as contradições deste processo e colocou em xeque o desenvolvimento teórico ortodoxo da macroeconomia e da economia financeira contemporânea. Diante disto, observa-se que na atual conjuntura torna-se indispensável resgatar os fundamentos da teoria Keynesiana com o intuito de compreender a economia capitalista e suas alterações sem a necessidade de reduzir a teoria do desenvolvimento econômico a pressupostos como o do equilíbrio. Assim sendo, o presente artigo, reconhecendo a importância do sistema financeiro para a economia, tem por objetivo analisar – à luz da teoria Keynesiana – a crise imobiliária americana dos anos 1970 buscando demonstrar empiricamente, a partir de uma análise histórica, como a securitização se constituiu em solução e causa de duas crises financeiras importantes.

Palavras-chave: Crise Financeira. Mercado Imobiliário. Securitização.

¹ Doutoranda em Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ).

² Professor Doutor do Departamento de Economia da Universidade Federal da Paraíba (UFPB).

³ Doutoranda em Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ).

ABSTRACT

The capitalist world economy has experienced about a dozen serious financial crises in the past forty years, ranging between 1971, when the U.S. government unilaterally change the dollar-gold relationship (which anchored the world payments system) causing the end of the system management of international trade and finances, established in 1944 in Bretton Woods, and the current year of 2011, when the development of trade, fiscal and economic impacts of the international financial crisis, which began in 2007, also in USA, is experienced. In the last decade, changes in the international context are again jeopardizing the explanations of the current mainstream economic problems intrinsic to the capitalist system, for example, the recurrence of financial crises. A concrete example of the lack of adherence to conventional theories of economic reality was the recent "subprime crisis". The internationalization of the financial system has changed substantially the nature and determinants of world economic dynamics. The current financial crisis is mainly a crisis of financial globalization, perceived as a tendency to create a global financial market to allow the intensification of capital flows between countries. The subprime crisis ended up expressing all the contradictions of this process and put into question the theoretical development of orthodox macroeconomics and financial economics contemporary. Given this, it is observed that at this juncture it is essential to restore the foundations of Keynesian theory in order to understand the capitalist economy and its changes without the need to reduce the theory of economic assumptions as to the balance. Therefore, this article, recognizing the importance of the financial system for the economy, aims to analyze - in the light of the Keynesian theory - the U.S. housing crisis of the 1970s seeking to demonstrate empirically, from a historical analysis, how the securitization is formed as a solution and causes of two major financial crises.

Key-words: Financial Crisis. Real Estate Market. Securitization.

1. Introdução

A economia capitalista mundial experimentou cerca de uma dúzia de graves crises financeiras nos últimos quarenta anos, compreendidos entre 1971, quando o governo dos EUA, unilateralmente, altera a relação dólar-ouro (que ancorava o sistema mundial de pagamentos) provocando o fim do sistema de gerenciamento do comércio e das finanças internacionais, estabelecido em 1944 em Bretton Woods, e o corrente ano de 2011, quando se experimenta os desdobramentos comerciais, fiscais e econômicos da crise financeira internacional iniciada em 2007, também, nos EUA⁴. Estas décadas de crises impactaram a teoria econômica, fragilizando, inicialmente, os cânones do *mainstream* neoclássico representado pela “velha síntese neoclássica” e contribuindo decisivamente para o surgimento de um novo *mainstream* que levou a academia de volta a um mundo pré-keynesiano, no qual os Ciclos Econômicos seriam provocados por “choques exógenos” sobre economias não-monetárias.

No último decênio, as mudanças ocorridas no contexto internacional estão novamente “colocando em xeque” as explicações do atual *mainstream* econômico para problemas intrínsecos ao sistema capitalista como, por exemplo, a recorrência de crises financeiras. Um exemplo concreto da falta de aderência das teorias convencionais à realidade econômica foi a recente “crise do *subprime*”. Tendo sido gestada ao longo dos anos, a partir das transformações do sistema financeiro americano, a crise teve como seu epicentro a inadimplência das hipotecas de um segmento de menor, mas crescente, expressão no conjunto do mercado imobiliário – *subprime* – e rapidamente se propagou por toda a economia mundial, mostrando que, diferentemente do que supõe a Hipótese dos Mercados Eficientes⁵, cara à teoria ortodoxa, os preços não refletem toda a informação necessária para a tomada de *decisão racional*.

A internacionalização do sistema financeiro modificou de forma substancial os determinantes e a natureza da dinâmica econômica mundial. A crise financeira atual é, principalmente, a crise da globalização financeira, apreendida como uma tendência à criação de um mercado financeiro global que *permita* a intensificação do fluxo de capitais entre países. O processo de desregulamentação financeira gerou um acirramento na concorrência entre as instituições bancárias e não-bancárias, o que provocou uma queda nas margens de intermediação financeira. A resposta dada a esse processo pelas instituições foi uma tendência à conglomeração financeira, com aumento na escala de operação.

A crise do *subprime* acabou expressando todas as contradições deste processo e colocou em xeque o desenvolvimento teórico ortodoxo da macroeconomia e da economia financeira contemporânea². O desmoronamento acelerado e intenso dos mercados financeiros após 2007 e a recessão que se iniciou em 2008 conduziram a um reforço da crítica à teoria ortodoxa, bem como à nova ênfase dos fundamentos da teoria de Keynes, julgados por muitos economistas do *mainstream* como superado (CARVALHO, 2009).

Diante disto, observa-se que na atual conjuntura torna-se indispensável resgatar os fundamentos da teoria Keynesiana com o intuito de compreender a economia capitalista e

⁴ 1971 (ouro-dólar), 1974-75 (bancos dos EUA), 1979-1980 (bancos dos EUA), 1982 (dívida dos países da América Latina), 1987 (bolsa dos EUA), 1994 (México), 1997 (Ásia), 1998 (Rússia), 1999 (Brasil), 2000 (bolsa dos EUA), 2001 (Argentina), 2007-08 (Bancos dos EUA e UE), 2010-2011 (dívida dos países da UE).

⁵ De acordo com esta hipótese, o mercado seria considerado eficiente se refletisse rapidamente qualquer informação disponível nos preços dos ativos, impossibilitando ganhos anormais. Este conceito foi primeiramente proposto por Fama (1970).

suas alterações sem a necessidade de reduzir a teoria do desenvolvimento econômico a pressupostos não realistas como o do equilíbrio.

Assim sendo, o presente artigo, reconhecendo a importância do sistema financeiro para a economia, tem por objetivo analisar – a luz da teoria Keynesiana – a crise imobiliária americana dos anos 1970 buscando verificar se há paralelos ou condicionantes para a crise recente.

Com a finalidade de atender ao objetivo proposto, o artigo encontra-se dividido em 5 seções, além desta, que estão estruturadas da seguinte forma: a seção 2 traz um resgate dos fundamentos da teoria Keynesiana, evidenciando sua importância para a compreensão das crises financeiras, como já vem sendo argumentado pelos pós-keynesianos antes mesmo da crise do *sub-prime*; a seção 3 apresenta uma breve exposição do sistema financeiro americano, pós-crise de 1929, até o final da década de 1960; a seção 4 traz uma discussão acerca dos fatores que, juntos, foram responsáveis pela mudança na conjuntura macroeconômica dos EUA; a seção 5 contém uma discussão dos mecanismos utilizados para solucionar a crise dos anos 1970 – securitização – e que impactaram de forma decisiva na economia mundial. Nessa seção, buscou-se também analisar a crise imobiliária americana dos anos 1970 verificando se há paralelos ou condicionantes para a crise recente; por fim, na seção 7, são retomados os principais pontos discutidos ao longo do artigo e tecidas as considerações finais.

2. Fundamentos da Teoria Keynesiana

O propósito de Keynes ao escrever sua Teoria Geral (1937) consistia, entre outras coisas, em demonstrar que a visão de economia vigente até então – “economia clássica” – constituía-se apenas em uma abstração inadequada das características que definem uma economia moderna. Assim sendo, os mecanismos fundamentais de operação de uma economia empresarial eram erroneamente identificados e retratados pelos teóricos da economia neoclássica (CARVALHO, 2009).

Para Keynes, a economia capitalista podia ser considerada como uma forma desenvolvida da economia mercantil que, necessariamente, é monetária. Em uma economia monetária, há decisões cruciais a serem tomadas e que determinarão as trajetórias da economia. A incerteza surge, pois, ao tomarem essas decisões, as informações que os agentes dispõem podem não ser suficientes para que estes tomem a decisão correta. Portanto, mudanças nas expectativas dos agentes que tomam as decisões, podem conduzir a economia a trajetórias tanto de expansão, como de estagnação (CARVALHO in SILVA, 1992).

A incerteza inerente à economia capitalista encontra-se intrinsecamente ligada com a formulação do Princípio da Demanda Efetiva, já que em uma economia monetária a liberdade que é conferida pela moeda – autonomia do poder de dispêndio – separa os atos de compra e venda no tempo. Deste modo, as decisões mais importantes, como, por exemplo, a de investir, envolvem expectativas de longo prazo, o que torna a economia capitalista estruturalmente instável⁶. Isto posto, a noção de incerteza forte (Knight-Keynes)⁷, bem como a não-

⁶ A instabilidade estrutural pode ser definida como a probabilidade de uma estrutura permanecer ou não estável. (VERCELLI, 1998 apud CAVALCANTI FILHO, 2006).

⁷ “A incerteza em sentido forte (Knight e Keynes) é característica de um ambiente que gera inevitavelmente lacunas incontornáveis de informação, de um lado, e a complexidade da informação, seja no sentido cognitivo

ergodicidade⁸ do ambiente econômico geram estratégias defensivas e comportamentos convencionais por parte dos agentes que, por sua vez, buscam defender-se dos possíveis prejuízos decorrentes dos inevitáveis erros de previsão (POSSAS, 2002).

Nesse sentido, um dos mecanismos de defesa que os agentes dispõem é a preferência pela liquidez que, por sua vez, “significa a possibilidade de converter a riqueza presente em poder de compra para usá-lo na aquisição de outras formas de riqueza” (CARVALHO, 2009, p. 96). Segundo Hermann (2002, p. 188), a A Teoria da Preferência por Liquidez (TPL)⁹ pode ser sintetizada em duas proposições essenciais:

(...) sendo a taxa de juros, a qualquer momento, a recompensa da renúncia à liquidez (...) [a] taxa de juros não é o ‘preço’ que equilibra a demanda de recursos para investir e a propensão de abster-se do consumo. É o ‘preço’ mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível (KEYNES, 1982, p. 122, aspas do original). (...) em qualquer estado de expectativa, há na mente do público certa inclinação para conservar dinheiro líquido em quantidade superior à que requer o motivo de transações ou o motivo de precaução (...) (KEYNES, 1982, p. 145).

Para Keynes, a moeda, por seu atributo de liquidez, acalmaria as inquietações dos agentes diante das incertezas do futuro, que são características desse tipo de economia; assim sendo, a idéia neoclássica de neutralidade da moeda foi rompida (CARVALHO et al, 2007).

Outra tese proposta por Keynes, que é de fundamental importância para o presente estudo, refere-se à não-neutralidade da valoração de ativos.

Na economia de Keynes, o investimento depende dos preços dos ativos reais relativamente aos preços dos ativos financeiros e ao nível de preço dos bens correntemente produzidos. O preço de demanda de um ativo qualquer é o valor presente dos ganhos que se espera obter da sua posse. Maiores preços de demanda significam maiores expectativas de retornos. Se esses preços de demanda forem superiores ao custo corrente de reprodução desses itens, a sua oferta aumentará e o investimento, conseqüentemente, se expandirá e, com ele, como se sabe, a poupança (CARVALHO, 2009, p. 97)

Dessa forma, a não-neutralidade da moeda e a não-neutralidade do mercado de ativos são dois lados da mesma moeda e têm como base a concepção de incerteza proposta por Keynes, segundo a qual o conjunto de informações que os agentes dispõem para formar suas expectativas é, necessariamente, incompleto.

Diante disso, mais importante do que a formação das expectativas dos agentes é o estado de confiança – grau de confiança na expectativa calculada/construída em um ambiente de incerteza.

O estado da expectativa a longo prazo, que serve de base para as nossas decisões, não depende, portanto, exclusivamente do prognóstico mais provável que possamos formular. Depende, também, da confiança com a qual fazemos esse prognóstico – à

(como interpretá-la), seja no computacional (sua calculabilidade a custo e tempo aceitáveis), de outro lado” (POSSAS, 2002, p. 127).

⁸ Os agentes não podem projetar de forma efetiva os valores futuros das variáveis econômicas a partir da observação de séries históricas. A respeito do conceito de ergodicidade entre os pós-keynesianos ver CAVALCANTI FILHO, 2002.

⁹ Keynes não formulou uma teoria para o mercado financeiro, mas sim para o mercado monetário – a Teoria da Preferência por Liquidez (TPL). Minsky é que, a partir da TPL, desenvolveu uma teoria keynesiana para o mercado financeiro. Tal teoria não será exposta nesse trabalho, ficando a discussão para um próximo paper.

medida que ponderamos a probabilidade de o nosso melhor prognóstico revelar-se inteiramente falso. Se esperarmos grandes mudanças, mas não tivermos certeza quanto à forma precisa com que tais mudanças possam ocorrer, nosso grau de confiança será, então, fraco (KEYNES, 1982, p. 124)

Assim, segundo Hermann (2002, p. 197-198) a obtenção de informações sob incerteza envolve, portanto, três elementos essenciais, quais sejam: i) identificação e obtenção de notícias e dados importantes; ii) interpretação da informação obtida e iii) formulação de hipóteses sobre o comportamento dos demais investidores. Esse último ponto constitui o que Keynes denominou - no capítulo 12 de sua Teoria Geral - de comportamento convencional, cuja racionalidade é decorrente da existência tanto da incerteza como dos mercados financeiros organizados. Dessa forma, o comportamento convencional é definido por duas atitudes diante da incerteza:

(...) supor que a situação existente dos negócios continuará por tempo indefinido, a não ser que tenhamos razões concretas para esperar uma mudança (...) [supor] que a avaliação do mercado existente, seja qual for a maneira que a ela se chegou, é singularmente *correta* em relação ao nosso conhecimento atual dos fatos que influirão sobre a renda do investimento (...), embora no plano filosófico essa avaliação não possa ser univocamente correta, uma vez que o nosso conhecimento atual não nos fornece as bases suficientes para uma esperança matematicamente calculada. (KEYNES, 1982, p. 112, itálico do original)

Assim sendo, a formação de convenções nada mais é do que uma alternativa para a constituição de expectativas sob incerteza. Além disso, o comportamento convencional *racionaliza* o “instinto de manada” (Hermann, 2002, p. 198), na medida em que este é uma resposta à incerteza inerente ao mercado de ativos. Foi exatamente isso que ocorreu quando, em julho de 2007, o banco francês BNP Paribas anunciou que havia congelado o saque de três de seus fundos de investimentos que tinham recursos aplicados em créditos gerados a partir de operações hipotecárias nos EUA¹⁰. Diante da incerteza quanto à rentabilidade futura dos seus ativos, os agentes – comportando-se em manada, dada a formação da convenção de queda dessa rentabilidade – demonstraram sua preferência pela liquidez iniciando uma corrida pela liquidação dos seus ativos, o que contribuiu de forma significativa para o agravamento da crise.

A crise atual começou com problemas de crédito, com a inadimplência de tomadores de hipotecas, mas se transformou rapidamente em uma crise de liquidez quando os mercados para papéis lastreados em hipotecas entraram em colapso. A incerteza quanto à extensão dos problemas desses mercados levou a uma rápida elevação da preferência pela liquidez e conseqüente colapso, como previsto por Keynes, dos preços de ativos menos líquidos. A desvalorização de ativos menos líquidos comprometeu os balanços de instituições financeiras que praticavam, como é tradicional, a transformação de liquidez, isto é, emitiam passivos líquidos para comprar ativos relativamente ilíquidos. As dificuldades dessas instituições intensificaram as incertezas com relação à estabilidade dos mercados e instituições financeiras, levando a um aumento ainda maior da preferência pela liquidez, não apenas entre o público não-financeiro, mas especialmente entre as próprias instituições financeiras, entre elas, sobretudo, os bancos comerciais, que têm acesso às linhas de financiamento do Fed. O colapso das relações interfinanceiras de crédito e do mercado interbancário de reservas forçou a autoridade monetária norte-americana à adoção do maior e mais diversificado conjunto de instrumentos de intervenção de sua história. (CARVALHO, 2009, p. 101)

¹⁰ Informação disponível em <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u319969.shtml>>.

Diante do exposto, torna-se evidente a necessidade da confirmação das hipóteses de Keynes, já apontadas e desenvolvidas pelos pós-keynesianos. A complexidade na qual está envolto o sistema capitalista não pode – e nem deve – ser restringida a uma perspectiva reducionista cujos *fundamentos* mostraram-se irremediavelmente falsos, com uma nitidez poucas vezes alcançada nas ciências sociais (CARVALHO, 2009).

3. O sistema financeiro americano até o início dos anos 1970

Podendo ser definido como o “conjunto de mercados financeiros existentes numa dada economia, pelas instituições financeiras participantes e suas inter-relações e pelas regras de participação e intervenção do poder público nessa atividade” (CARVALHO et al, 2007, p. 253), o sistema financeiro se constitui em um setor específico com funções macroeconômicas fundamentais, a saber: organizar e operar o sistema de pagamentos da economia, bem como financiar a atividade econômica.

Nos Estados Unidos, a experiência da Grande Depressão desencadeou uma intensa reforma do sistema financeiro, pautada na criação de um “aparato regulatório extremamente rígido e restritivo à liberdade de atuação dos bancos, gradualmente estendido às instituições não-bancárias após a II Guerra Mundial” (HERMMAN, 2002, 22).

O sistema financeiro americano foi organizado, durante a maior parte do século XX, de acordo com os princípios incorporados à Lei *Glass Steagal*, que determinou a segmentação dos mercados financeiros e a especialização das instituições financeiras. Todavia, a mudança no cenário macroeconômico experimentada pelos EUA na década de 1970, tornou *obsoleta* essa regulação e desencadeou o processo que culminou na crise do sistema imobiliário americano.

Tendo sido iniciada com a quebra da bolsa de valores de Nova York em 1929, essa crise se refletiu dramaticamente na economia mundial por toda a década de 1930, evidenciando a fragilidade do sistema financeiro que era marcado pela pouca regulamentação e pela ausência de redes de segurança; além disso, também trouxe à tona a necessidade de uma legislação que lograsse limitar o grau de exposição dos bancos e das demais instituições financeiras ao risco.

Nesse sentido, o *Banking Act* de 1933 (Lei Glass-Steagall), o *Securities Act* (1933) e o *Securities Exchange Act* (1934) conferiram restrições ao mercado financeiro, a saber:

- (a) foram legalmente separadas as atividades típicas de banco comercial e as atividades de banco de investimento, impedindo-se o primeiro de atuar no mercado de capitais e o segundo de captar depósitos a vista, dando origem ao modelo de sistema financeiro segmentado que vigorou oficialmente nos EUA até fins dos anos 1990. Esta medida visava conter o risco dos bancos através da proibição de sua exposição ao risco do mercado de capitais;
- (b) foram instituídos tetos para os juros pagos pelos bancos sobre depósitos a vista (fixado em zero) e a prazo (regra conhecida como “Regulamento Q”), visando conter o risco dessas instituições através da inibição da competição via preços – no caso, pela oferta de juros altos para atrair depositantes;
- (c) criou-se o FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), um seguro de depósito obrigatório para bancos e instituições de poupança sob jurisprudência federal, visando conter os riscos de uma corrida bancária diante de dificuldades de liquidez localizadas. O FDIC garantia (e garante) o resgate dos depósitos até o limite de US\$ 100.000;
- (d) foram concedidos amplos poderes de supervisão e intervenção, na eventual constatação de irregularidades, ao

Federal Reserve System (Fed, banco central americano), ao FDIC e ao OCC (Office of the Comptroller of the Currency) (HERMMAN, 2002, p. 22).

Implementado pelas reformas financeiras do início dos anos 1930, o modelo de sistema financeiro americano, nas palavras de Hermmman, caracterizava-se por ser: pautado por rígida regulamentação sobre as instituições financeiras depositárias (IFD) – bancos comerciais e associações de poupança e empréstimo (APE) – e pela segmentação do mercado entre as IFD e as não-depositárias (IFND) – bancos de investimento, financeiras, companhias de seguro e instituições do mercado de capitais (HERMMAN, 2002, p. 89).

A "repressão financeira" promovida pela forte regulação americana permitiu à economia uma longa fase de expansão, sem enfrentar crises financeiras em larga escala. Até fins dos anos 1960, com a economia americana em expansão, não houve sinais de que o país enfrentaria uma crise bancária. Todavia, as condições de mercado favoráveis¹¹, não se demonstraram suficientes para bloquear o desenvolvimento de inovações financeiras com o propósito de fugir, ou ainda reduzir, os custos efetivos e de oportunidade impostos às instituições financeiras depositárias, assim como aos seus clientes, pela regulamentação em vigor.

No que concerne ao mercado de hipotecas, antes de 1938, predominavam as instituições depositárias regulamentadas – bancos e associações de empréstimos e poupança – que utilizavam seus depósitos para financiar empréstimos habitacionais. Como os empréstimos eram mantidos na carteira dessas instituições até o seu encerramento, as mesmas ficavam expostas aos riscos de crédito¹², de mercado¹³, das flutuações da taxa de juros¹⁴, de liquidez¹⁵ e ainda de financiamento do ativo realizável a longo prazo com passivos de curto prazo (depósitos).

Após a crise financeira dos anos 1930, o governo buscou fortalecer e expandir o sistema de financiamento residencial – que era financiado essencialmente pelas instituições de poupança regulamentadas – fornecendo *apoio* para as instituições S&L e desenvolvendo mecanismos que permitissem uma *melhor gestão* dos riscos. Isto posto, foram criadas três instituições, a saber: o Federal Home Loan Bank System (FHLBS) em 1933, a Federal Housing Administration (FHA) em 1934 e a Federal Mortgage Association (FNMA) em 1938, no governo Roosevelt (CAGNIN, 2009).

Ainda com o propósito de ampliar o mercado secundário de hipotecas, em 1968 foi aprovado o *Housing and Urban Development Act* que introduziu mudanças no funcionamento desse mercado por meio da reformulação do papel da FNMA que foi dividida em duas instituições, quais sejam: a “velha” e a “nova” FNMA, atualmente conhecida como *Fannie Mae*. Assim sendo, com o propósito de tornar líquidas as operações hipotecárias

¹¹ “i) Ampla liquidez, proporcionada pela política monetária keynesiana do período, que resultou em taxas de juros *de mercado* sistematicamente inferiores aos tetos estabelecidos pelo Regulamento Q e, ii) a inflação baixa, que mantinha os juros reais positivos e atraentes, tanto para os bancos, quanto para os poupadores (HERMMAN, 2002, p. 89)

¹² Risco associado aos empréstimos e títulos de dívida. Refere-se à possibilidade de o valor emprestado não ser devolvido.

¹³ Risco associado ao grau de liquidez dos ativos. Está vinculado à existência de um mercado secundário e se refere à possibilidade de obtenção de ganhos de capital negativos.

¹⁴ Risco derivado do impacto diferenciado que uma variação na taxa de juros tem sobre ativos e passivos de uma instituição.

¹⁵ Risco decorrente da facilidade ou dificuldade com que pode converter um ativo em dinheiro vivo, pelo valor de mercado a qualquer momento.

caracterizadas por contratos de longo prazo e conferir maior volume de capital a esses mercados foi criada, como uma *Government-Sponsored Enterprise* (GSE), a *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae). Essa empresa estatal compraria as hipotecas das instituições, devolvendo “liquidez” ao mercado e mantendo-as em sua carteira; dessa forma adquiriu os riscos de crédito, de mercado e de liquidez. Foi permitido a essa instituição emitir ações em bolsas de valores e comprar hipotecas convencionais³². É importante mencionar que a Fannie Mae estava em uma posição melhor para lidar com os riscos de mercado e liquidez, pois poderia emprestar a longo prazo.

A Fannie Mae se revelou muito bem sucedida, uma vez que detinha uma carteira de hipotecas que foi diversificada em nível nacional. Como foi mencionado, em 1968, foi convertida em empresa privada, deixando de ser avalista das hipotecas geradas pelo governo. Diante desse fato, para retirar as atividades dessa empresa do orçamento federal, em 1968, no governo Johnson, houve uma reorganização do mercado de hipotecas patrocinadas pelo governo. Tal reorganização criou o *Government National Mortgage Association* (Ginnie Mae) que deveria ser responsável pelas hipotecas garantidas pelo governo, por meio de programas de habitação federal. É válido ressaltar que esse seguro funcionou, também, no sentido de reduzir a percepção de risco dos bancos, o que induziu a posturas especulativas. Dessa forma, foi retirada da Fannie Mae a responsabilidade sobre os créditos hipotecários referentes à política pública de habitação para os segmentos de renda mais baixa.

Em 1970, a Ginnie Mae “desenvolveu” títulos lastreados em hipotecas, deslocando o risco de mercado para os investidores, o que eliminou do orçamento federal grande parte da dívida que foi contraída para financiar os programas habitacionais do governo. Ainda neste ano, foi criada a *Federal National Mortgage Corporation* (Freddie Mac) que deveria securitizar hipotecas convencionais e prover competição para a recém-privatizada Fannie Mae. Com essa instituição, as autoridades públicas buscaram dar novo incentivo ao mercado de hipotecas convencionais que eram originadas pelas S&L. Assim sendo, a Freddie Mac assumiu a responsabilidade da emissão de títulos referentes a contratos de crédito hipotecário, conhecidos como *Mortgage-Backed Securities* (MBS). Diante desse contexto, a partir da década de 1970, estava criado o embrião do mercado secundário de hipotecas, fundamentado em MBS. É de crucial importância salientar que, até esse momento, a função da Fannie Mae era adquirir e manter em portfólio hipotecas convencionais, não estando autorizada a realizar securitização de títulos, como será visto posteriormente.

Nessa conjuntura, nas décadas de 1960-70, o sistema de financiamento imobiliário americano se encontrava ancorado por quatro instituições, além das instituições de poupança (*Saving & Loans – S&L*) e dos bancos hipotecários: *Federal Housing Administration* (FHA), *Government National Mortgage Association* (Ginnie Mae), *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae) e *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (Freddie Mac). Os mecanismos de garantias oferecidos por essas instituições, especialmente pela Fannie Mae e pela Freddie Mac, aprofundaram o desenvolvimento do mercado secundário securitizado de hipotecas – MBS – que foi resultado do desenvolvimento das trajetórias financeiras, a partir do paradigma financeiro vigente.

Até fins dos anos 1960, com a economia americana em expansão, não houve sinais de que o país enfrentaria uma crise bancária. Todavia, as condições de mercado favoráveis, não demonstraram suficientes para bloquear o desenvolvimento de inovações financeiras com o propósito de fugir, ou ainda reduzir, os custos efetivos e de oportunidade impostos às instituições financeiras depositárias, assim como seus clientes, pela regulamentação em vigor.

Vários fatores podem ser mencionados como incentivos à introdução de inovações financeiras. Entre eles, é importante destacar o fato de que a partir de meados dos anos 1950, o *Federal Reserve* (FED) instituiu alíquotas de reservas compulsórias; diante desse fato, as inovações buscavam reduzir o peso desse imposto no ativo dos bancos, resultando no

desenvolvimento de estratégias de administração de ativos. É válido salientar que essa tendência foi intensificada, principalmente a partir de 1973, quando houve um aumento das taxas de inflação, do câmbio e dos juros (HERMMAN, 2002).

Além das inovações de cunho estritamente financeiro, a rigidez da legislação bancária americana estimulou inovações organizacionais que contornassem as restrições à diversificação do portfólio – impostas pela Lei *Glass-Steagall* – bem como à expansão dos bancos para outros estados, que não o da matriz. Essas inovações se manifestaram, basicamente, pela internacionalização da atividade bancária e pela formação de *holdings* bancárias.

As *holdings* bancárias propiciaram aos bancos comerciais o ingresso no mercado das financeiras, sua principal concorrente nos anos 1960-70. As financeiras atuam no segmento de empréstimos de curto e médio prazo, a consumidores e empresas, tendo como fontes principais de captação empréstimos bancários e emissão de títulos no mercado de capitais (basicamente, *commercial papers*, títulos de curto prazo), já que não são autorizadas a captarem depósitos [...] além de melhorar as condições de diversificação e concorrência dos bancos comerciais, as *holdings* bancárias promoveram o aumento da *dimensão* dos bancos, não só em número de agências, mas, principalmente, em volume de ativos. Isto, indiretamente, também contribuiu para tornar os bancos mais competitivos, pelo aproveitamento de economias de escala. Assim, uma consequência direta desta inovação organizacional foi o aumento do grau de concentração do mercado bancário americano (HERMMAN, 2002, p. 91-92).

Esse processo de reestruturação do mercado financeiro trouxe sérias consequências. Diante dos choques de oferta, de demanda e de juros que caracterizaram as décadas 1960-70,

a desintermediação financeira conduziu a diversos episódios de *credit crunch* (em 1966, 1969, 1974-75 e 1979-80 – Cargill, 1983: 196), elevou o número de falências bancárias (Mishkin, 2000: 176) e provocou uma crise sem precedentes nas associações de poupança e empréstimo na década de 1970 (HERMMAN, 2002, p.94).

As associações de poupança e empréstimo foram afetadas neste período, essencialmente, devido à natureza de seu principal negócio – empréstimos imobiliários, de longo prazo, a taxas fixas. A desaceleração da atividade econômica levou à inadimplência crescente dos devedores. Dessa forma, os bancos, que até meados dos anos 1960 tinham facilidade de captar de depósitos a vista, passaram a ter comprometidas suas principais fontes de captação. É nesse contexto que o sistema financeiro americano se encontra no final da década de 1960.

A mudança no cenário macroeconômico mundial, nos anos 1970, que será discutida na próxima seção, deixou claro o esgotamento do modelo de financiamento imobiliário americano baseado em bancos de poupança, o que levou a uma crise nesse segmento no final dos anos 1980, conforme será visto ao longo do texto. Portanto, é de suma importância discutir quais os fatores que provocaram essa mudança e que acabaram por resultar na crise do Sistema Financeiro nos anos 1970 e 1980.

4. Mudanças no Cenário Macroeconômico e a Crise Financeira dos anos 1970/80

Conforme discutido na seção anterior, até fins da década de 1960, o modelo do sistema financeiro americano, adotado nos anos 1930 com a Lei *Glass-Steagall*, era baseado

no mercado de capitais, segmentado e fortemente regulado. Tal modelo funcionou bem até início da década de 1970 quando deixou de ser funcional ao desenvolvimento econômico.

No início da década de 1970, ocorreram alguns eventos importantes na história econômica que acarretaram desdobramentos macroeconômicos extremamente significativos e que evidenciaram a precariedade do Sistema Financeiro norte americano e que, portanto, devem ser aqui apresentados – ainda que de forma sucinta.

A partir de meados da década de 1970, iniciou-se um processo de transformação nos mercados financeiros. No novo contexto de concorrência acirrada, inovar passou a ser uma *necessidade* das instituições financeiras. As raízes desse processo de modificações e inovações se encontram, essencialmente, no colapso do sistema monetário internacional gestado na conferência de Bretton Woods, em 1944 (CARVALHO et al, 2007).

Nessa conferência, as relações monetárias internacionais foram reorganizadas em torno de um sistema de taxas de câmbio fixas, ancoradas no dólar americano, que por sua vez era lastreado e fixado em relação ao ouro. Para que esse sistema pudesse funcionar foi necessária a adoção de diversas medidas, entre elas: Mecanismos de ajuste das taxas de câmbio, se fossem detectados desequilíbrios fundamentais; a definição de mecanismos de ajuste aceitáveis pelos participantes do sistema quando desequilíbrios mais superficiais tivessem lugar; a adoção de controles de movimentos de capital, especialmente os de curto prazo, para evitar que especuladores gerassem pressões instabilizadoras; e a criação de uma instituição, o Fundo Monetário Internacional, para financiar os desequilíbrios de balanço de pagamentos dos países deficitários enquanto seus problemas estivessem sendo corrigidos. (CARVALHO et al, 2007, p. 287).

Durante mais de vinte anos, esse sistema funcionou satisfatoriamente, mostrando sinais de esgotamento no final dos anos 1960 e início dos anos 1970. As pressões inflacionárias que se acumularam em vários países, especialmente nos EUA, não eram compatíveis com a manutenção de taxas de câmbio fixas, assim como com a fixação do valor do dólar em ouro. Assim sendo, em 1971, o FED reconheceu a necessidade de uma medida cambial que buscasse conter a desvalorização do dólar que, por sua vez, tinha como principal causa os déficits recorrentes e crescentes registrados na conta transações correntes do balanço de pagamentos americano - desde o final da década de 1960 - que já apontavam a existência de expectativas de instabilidade cambial.

O esgotamento do sistema teve início em 1971, quando o presidente do Fed suspendeu ancoragem do dólar em relação ao ouro, e foi concluído em 1973, no governo Nixon, quando o sistema de taxas de câmbio fixas foi abandonado. A partir de então, tem-se um sistema fiduciário puro no qual as moedas não têm mais lastros, acarretando uma série de dificuldades para administrar a *moeda*. Tais dificuldades decorriam do fato de que uma moeda funcionando sem âncora se constituía em *novidade* para os gestores dos bancos centrais, já que estes não teriam mais parâmetros para a taxa de câmbio.

Assim sendo, a questão crucial seria determinar a quantidade ideal de moeda para fazer a economia *funcionar* sem que esse montante criasse dificuldades de financiamento, inflasse a economia ou ainda provocasse valorização/desvalorização da moeda local. A instabilidade foi ampliada, nesse período, pelo primeiro choque do petróleo, ao qual a maioria dos países respondeu adotando políticas monetárias expansivas que acabaram por acelerar o processo inflacionário. Os *choques* do petróleo (1973 e 1979) contribuíram no sentido de agravar os problemas que já estavam em curso na economia americana, quais sejam: aumento da concorrência internacional, declínio da produtividade e rentabilidade, inflação galopante e o desemprego.

Como decorrência das mudanças no ambiente macroeconômico, entre 1973 e 1975 a economia americana experimentou uma nova recessão que se prolongou por seis trimestres, constituindo-se na maior recessão desde a Segunda Guerra Mundial. De outubro de 1973 a

outubro de 1974 houve uma queda moderada que se estendeu por quatro trimestres. Por sua vez, o período que vai de outubro de 1974 a abril de 1975 foi marcado por um declínio acentuado que durou dois trimestres. A primeira fase resultou dos desdobramentos do primeiro choque do petróleo (1973) e a segunda, do próprio funcionamento da economia (MINSKY, 1986). O gráfico 1 e a tabela 1 trazem dados sobre a elevação dos níveis de inflação ainda no final dos anos 1960, que se torna um processo progressivo de aceleração inflacionária a partir do choque do petróleo de 1973, bem como, da elevação das taxas de desemprego, com bruscas flutuações nos momentos de crise financeira, como no período 1974-1975, respectivamente.

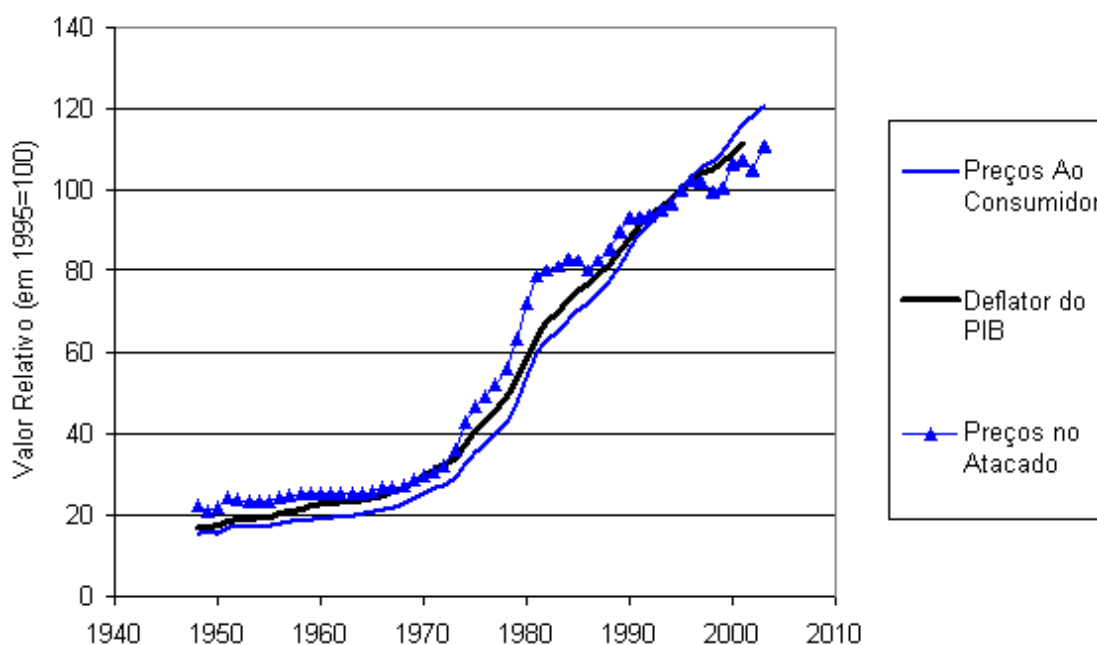


Gráfico 1 - Índices de Preço – EUA: 1940 a 2010

Fonte: Fundo Monetário Internacional.

Tabela 1 - Taxa média de desemprego: 1960 a 2000

Período	Taxa de Desemprego nos EUA
1960-65	5,52%
1965-70	3,92%
1970-75	6,10%
1975-80	6,76%
1980-85	8,32%
1985-90	5,92%
1990-95	6,58%
1995-00	4,60%

Fonte: Bureau of Labor Statistics.

Combinados, esses fatores modificaram radicalmente o contexto macroeconômico e fizeram com que o Sistema Financeiro americano - bem sucedido por quase quatro décadas - caísse na obsolescência repentino e rapidamente, uma vez que a regulação vigente impunha barreiras às escolhas das instituições financeiras e teto para as taxas de juros, proibindo-as de cobrar juros para algumas atividades. Essa estrutura de regulamentação foi identificada por Shaw e MacKinnon como *política de repressão financeira* (McKinnon, 1973).

Os problemas macroeconômicos que impulsionaram modificações no sistema financeiro vigente, bem como seus desdobramentos podem ser sintetizados na figura 1.

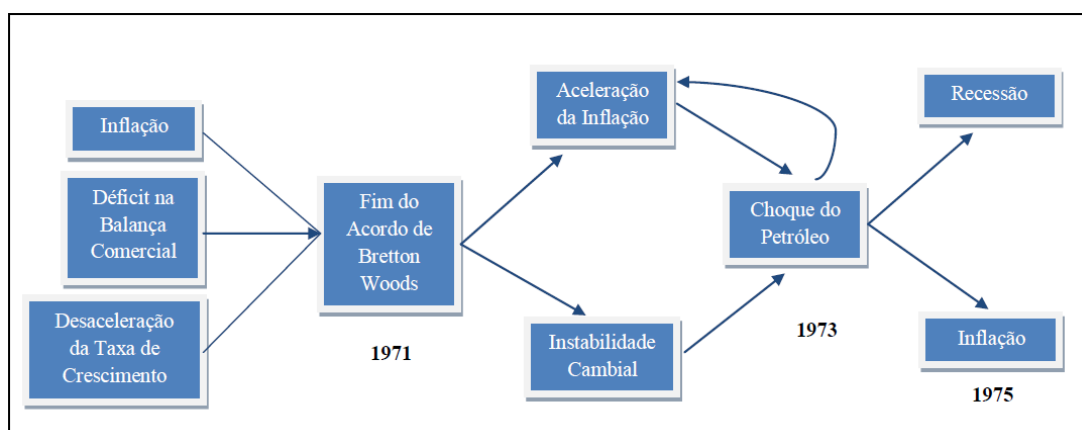


Figura 1 - Cenário macroeconômico da década de 1970 nos EUA

Fonte: Elaboração própria

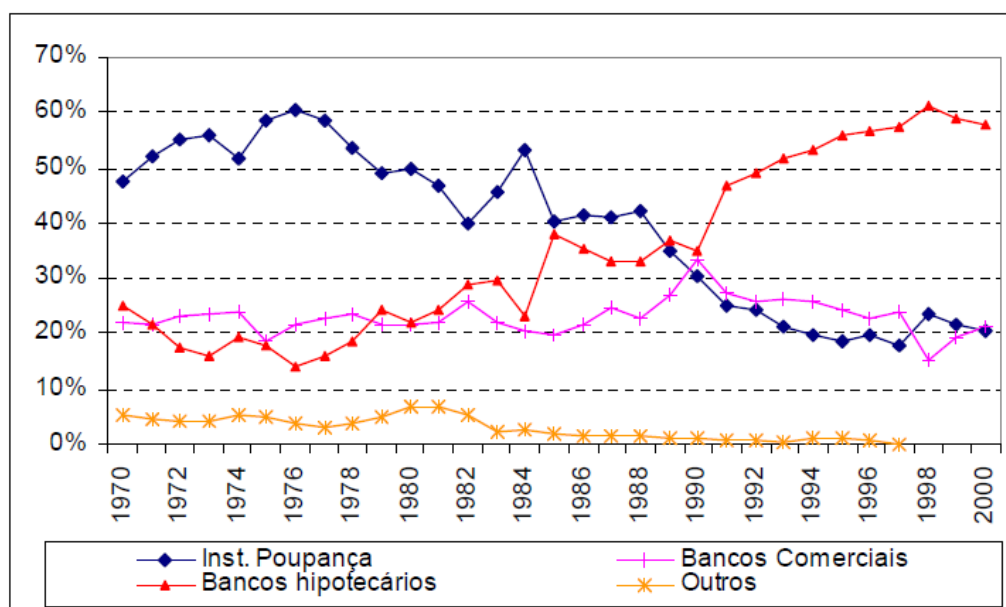
Quando o cenário macroeconômico se modificou, produzindo forte aceleração inflacionária ao final da década de 1970, a taxa básica de juros foi quase triplicada (da faixa de 6% para 19% ao ano) e as instituições depositárias começaram a requerer taxas mais altas para realizar empréstimos, o que ia de encontro ao teto fixado para a taxa de juros das atividades bancárias. Assim sendo, a atividade dos bancos comerciais foi fortemente atingida por esse novo contexto, pois a regulação rígida impedia que os bancos modificassem sua estrutura de ativo e passivo e diversificassem seus balanços. Os bancos de poupança e empréstimos de longo prazo – principal fonte de financiamento imobiliário – também foram muito afetados, já que operavam com um elevado grau de descasamento de prazos. A partir de então, o aumento da inflação, da incerteza e das taxas de juros não regulamentadas comprometeu seriamente as captações dos bancos e a condição “não-bancária” tornou-se uma grande vantagem para as financeiras (HERMMAN, 2002, p. 93).

Diante de toda essa *nova* conjuntura as mudanças na economia induziram as instituições financeiras a buscarem novas alternativas (inovações) que impulsionaram a liberalização financeira – como foi discutido na seção anterior. Assim sendo, houve uma fuga das instituições financeiras da regulação existente, já que o conflito criado pelo novo contexto macroeconômico com a regulação tornou-a rapidamente obsoleta. Ativos mais arriscados que os empréstimos comerciais, mas que apresentavam maior retorno e ainda estavam isentos do controle regulatório, tornaram-se o refúgio das instituições depositárias.

Na primeira metade da década de 1980, os empréstimos imobiliários foram estimulados, pois “contaram com um incentivo direto da Lei de Recuperação Econômica (Economic Recovery Act), de 1981. Esta reduziu os impostos sobre as aplicações no setor, aumentando o retorno líquido desses ativos” (HERMMAN, 2002, p. 102).

Ainda em 1981, como resposta aos seus desequilíbrios patrimoniais, foi permitido à Fannie Mae securitizar hipotecas convencionais. Já em 1984, as recomendações contidas na *President's Commission on Housing*¹⁶ foram reunidas no *Secondary Mortgage Market Enhancement Act* (SMMEA). A partir de então, os limites impostos por leis federais às instituições de depósito para compra de MBS foram removidos. Além disso, as MBS poderiam ser compradas pelos fundos de pensão e pelas seguradoras *como se* fossem títulos garantidos ou emitidos pelo governo federal. No que concerne à concorrência entre as GSE e as outras instituições privadas, o SMMEA determinou os limites para a compra de MBS pela Fannie Mae e pela Freddie Mac. “As hipotecas abaixo do valor-limite passaram a ser chamadas de *conforming mortgage*; as que ultrapassavam o limite ficaram conhecidas como hipotecas jumbo, ou *nonconforming mortgage*” (CAGNIN, 2009, p. 261). Tais medidas atuaram no sentido de ampliar a liquidez dos títulos no mercado secundário de hipotecas, tornando mais estreitas as relações entre o mercado de hipotecas e os mercados de capitais.

Analisando a evolução das hipotecas, por tipo de credor, no gráfico 2, verifica-se que, se a década dos 1970 mostrou o declínio das instituições de poupança, durante os anos da década de 1980, parecia haver uma tendência à repartição mais equitativa deste mercado entre as instituições de poupança, os bancos comerciais e os hipotecários.



Obs.: Os dados referem-se às *single mortgages*.

Após 1985 existe mudança de metodologia no tratamento dos dados do HUD, não sendo recomendável, assim, a comparação com dados anteriores.

Entre 1970 e 1977 os dados são provenientes do HUD, entre 1998 e 2000, refere-se a estimativas realizadas pela Fannie Mae, a partir de dados do *Home Mortgage Disclosure Act* (HMDA), que cobre cerca de 75% do mercado hipotecário para *single family*.

Gráfico 2 - Geração de Hipotecas – Participação por Tipo de Credor – 1970 a 2000

Fonte: U.S. Department of Housing and Urban Development e Fannie Mae, Apud Colton (2002).

É importante ressaltar ainda que, como resultado das mudanças macroeconômicas e regulatórias, a partir do final da década de 1970 as instituições de poupança foram perdendo espaço no estoque total da dívida hipotecária e, posteriormente, no mercado de emissão de MBS e essa lacuna deixada por estas instituições foi sendo suprida, especialmente, pelas GSE que crescem a um ritmo constante por todo o período e, ao final da década de 1980, já

¹⁶ Comissão criada em 1982 com o objetivo de promover um diagnóstico sobre a crise das S&L na década de 1980.

detinham a maior parte da dívida hipotecária – fato que fica claro quando se observa o gráfico 3.

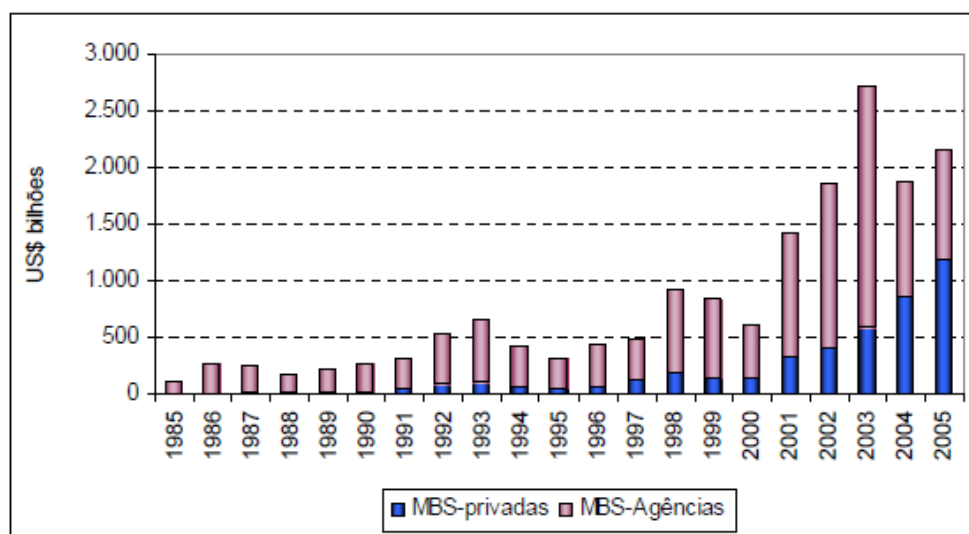


Gráfico 3 – Emissão de MBS pelas Agências e por Instituições Privadas – 1985 a 2005

Fonte: Ginnie Mae, Freddie Mac, Fannie Mae e Inside MBS&ABS apud Vallee (2006).

A maioria dos fatos que ocorreram nos demais países pós-liberalização financeira, nos EUA, já vinha ocorrendo durante toda a década de 1970. Fenômenos como a securitização e a diversificação para fora (internacionalização bancária; IED; filiais em outros países com regulação diferente – menos rígida) são anteriores à mudança na lei financeira. A desregulamentação financeira permitiu processos que já estavam em curso, como as fusões e aquisições. O Estado foi, paulatinamente, permitindo a desregulamentação e “fazendo vista grossa” para o que as instituições financeiras estavam fazendo, já que as autoridades não estavam supervisionando o cumprimento da lei pelas instituições financeiras (rendição do Estado em relação à regulação).

Como as instituições financeiras estavam autorizadas a captar recursos basicamente por meio de depósitos, a fuga dos mesmos, decorrente dessa conjuntura, levou a um grande número de falências bancárias. Desse modo, como não havia formas de mudar a política macroeconômica de juros elevados, dado o novo cenário econômico, a “saída” foi “criar” uma regulação mais permissiva, ou seja, desregulamentar. A desregulamentação foi impulsionada pelas falências bancárias de modo que fosse permitido aos bancos se adaptar a novo contexto, possibilitando que operassem de modo mais flexível do que a regulação permitia.

Outro fato impulsionador da desregulamentação foi o aumento da inadimplência dos empréstimos, inclusive os externos, o que consistiu em um golpe fatal nos bancos comerciais e de investimento existentes nos EUA até então. Dessa forma, os “objetivos da desregulamentação” foram: desregulamentar para conter mais falências bancárias; recuperar os instrumentos de controle do Banco Central de modo que fosse possível controlar para onde estavam indo os recursos dos mercados monetários (juros e compulsório: deixaram de ser eficientes para a nova forma de operação das IF).

Nesse contexto, o FED criou recolhimento compulsório para todo tipo de instrumento utilizado para recolhimento financeiro, mas com taxas mais reduzidas, com os objetivos de conferir maior liberdade à atividade financeira e aumentar o controle dos dados e prevenção dos riscos criando custos; desse modo o Estado começa a atuar de forma não-intervencionista, ou seja, passa de força coercitiva a um regulador externo.

A desregulamentação financeira reduziu o percentual de recolhimento compulsório e aumentou a base de incidência, além de promover uma gradual eliminação dos tetos de juros.

Mesmo não sendo “prevista por lei”, foi permitida uma expansão geográfica, inclusive internacional, gradativa da área de atuação das instituições financeiras e expansão para outras áreas/segmentos através *das holdings financeiras*.

Um desdobramento importante da nova regulação combinada com o novo contexto e a nova política macroeconômica foi a importância dada a gestão da taxa de juros básica como meio de controlar a inflação e o Balanço de Pagamentos via controle da conta de capitais, o que resultou em uma mudança na forma como o FED (e os demais Bancos Centrais) passou a fazer política monetária – impulsionada pelas inovações financeiras. Assim sendo, inflação, taxa de juros e taxa de câmbio passaram a ser variáveis extremamente instáveis em um contexto de ampliação da abertura comercial e financeira.

Em decorrência dessas mudanças, houve uma forte expansão dos negócios em mercados futuros e com derivativos. A securitização passou a deslocar negócios bancários estáveis do mercado de crédito para o mercado de capitais, aumentando a exposição das instituições financeiras a riscos de mercado e de capital (expansão do mercado futuro e dos derivativos). Assim sendo, securitização, desregulamentação e ampliação do mercado de derivativos criaram uma expansão perigosa no mercado de capitais e estão na *raiz da crise atual*.

A desregulamentação provocou ainda um aumento na concorrência entre as instituições financeiras que, nos anos 1990, assumiu a forma de fusões e aquisições principalmente por parte dos “gigantes americanos”. Além disso, a política de juros elevados dos EUA nos anos 1980 provocou uma forte atração de capitais para esse país “obrigando” os demais países a aderir à desregulamentação para alcançar alguma capacidade de concorrer com as instituições americanas. Deste modo, ampliou-se a escala de entrada de instituições financeiras estrangeiras e o sistema bancário da maioria dos países foi *engolido* pelos conglomerados financeiros americanos ou europeus (desnacionalização de sistemas bancários).

Por fim, é importante mencionar que o aumento na escala de operações das instituições financeiras americanas associado a um movimento de fusões e aquisições no mercado doméstico e externo, ampliou os riscos do mercado financeiro americano. O novo modelo de sistema financeiro que foi sendo criado nos EUA já estava pronto para gerar uma crise, pelo menos, no início dos anos 1990: instituições financeiras muito grandes operando com alto grau de alavancagem e expostas a riscos cambiais.

5. Securitização: solução para a crise financeira dos anos 1970/80

Diante do exposto nas seções anteriores, torna-se claro que a evolução da estrutura do mercado de hipotecas imobiliárias se modificou bastante nas últimas décadas, com a introdução da securitização – engenharia financeira para “reembalar” hipotecas em títulos através de derivativos de crédito e obrigações de dívidas garantidas – no mercado financeiro. Além disso, a estrutura de todo o sistema financeiro americano se modificou de forma intensa, incluindo o aparato regulatório.

A intensa concorrência a que foram expostos os mercados financeiros e de crédito provocou uma rápida transformação das práticas de intermediação, dos métodos de avaliação de riscos e gestão de ativos, além de impactar de forma significativa na hierarquia e no papel das instituições financeiras e monetárias. Estas inovações comportamentais e financeiras se constituíram na principal estratégia competitiva destas instituições.

Como a desregulação foi rompendo os obstáculos externos e internos que o período de “repressão financeira” havia imposto à atuação dos agentes financeiros desde a década de 1930, as finanças diretas e securitizadas foram ganhando importância, como pode ser visto no gráfico 4.

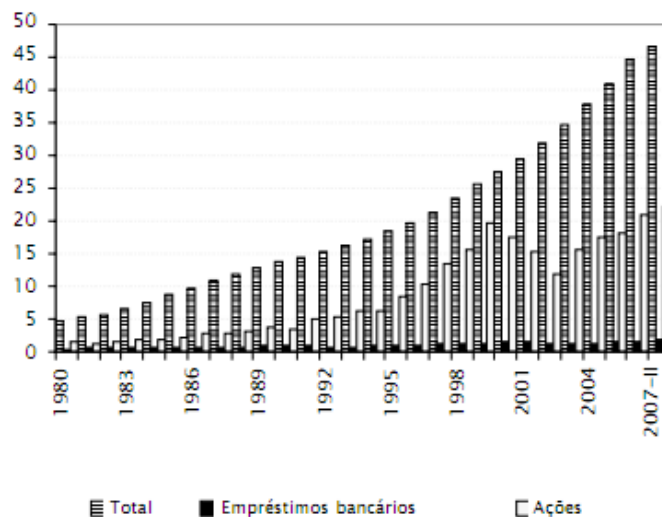


Gráfico 4 - Estoque de Dívidas, Empréstimos, e Ações – US\$ Trilhões

Fonte: Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States.

Hoje o mercado de hipotecas depende criticamente da capacidade de esculpir a dívida em vários segmentos de risco através de instrumentos financeiros complexos e, em seguida, vender esses segmentos separadamente. Portanto, é necessário entender como o mercado de hipotecas mudou; identificar onde esse mercado *quebrou*; mostrar suas fraquezas estruturais e explicar porque a ruptura chegou para outros países desenvolvidos.

O mercado de financiamento imobiliário é extremamente fragmentado. Parte dos empréstimos é concedida pelas instituições depositárias (bancos comerciais e instituições de poupança e empréstimos) ou suas subsidiárias e filiais, enquanto a outra metade é concedida por companhias hipotecárias independentes (MORRIS, 2009).

Inspirados no modelo de transformação das hipotecas em ativos negociáveis (Mortgage Backed Securities - MBS) da Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) e das empresas patrocinadas pelo governo, os bancos desenvolveram novos instrumentos financeiros, produtos financeiros “estruturados” – que serão discutidos nas próximas páginas –, que tornaram viável a constituição de um amplo mercado secundário para os empréstimos bancários. É importante ressaltar que a introdução de inovações financeiras exerceu importância significativa para o aprofundamento do mercado de MBS. Novos tipos de contratos foram utilizados para a criação de um conjunto de hipotecas diversificado e com diferentes relações de risco-retorno, o que evidencia a introdução de *novidades* e a dominância, nesse período, do mecanismo de variação sobre o mecanismo de seleção via regulação financeira.

O processo de securitização das instituições *patrocinadas* pelo governo (Ginnie Mae, Fannie Mae e Freddie Mac) – conhecidas como Government-Sponsored Enterprises (GSE) – passou a empregar as mesmas técnicas de securitização para a compra de automóveis e outros recebíveis (CINTRA e CAGNIN, 2007). No caso dos títulos lastreados nas hipotecas *supprime*, o processo de securitização foi aperfeiçoado em termos de características dos contratos – como será visto mais adiante –, critérios de avaliação de riscos e seleção de clientes, papel das agências de avaliação de riscos, modelos matemáticos de precificação dos ativos, etc. Todavia, o princípio básico é o mesmo: lastrear a emissão de títulos imobiliários que podem ser negociados nos mercados financeiros e de capitais *diluindo*, assim, os riscos

embutidos nesse processo. A *diluição* dos riscos ocorria, pois os produtos financeiros foram subdivididos e cada parte passou a obter uma parcela cada vez *menor* de risco. Contudo, é de fundamental importância salientar que apesar de estar sendo subdividido entre os agentes, o risco total não deixou de existir, ele foi apenas sendo fragmentado e diluído em um *processo mágico*.

O aperfeiçoamento nos sistemas de gestão dos riscos e nos sistemas tecnológicos facilitou o crescimento do mercado de securitização de ativos, bem como o surgimento de novos instrumentos financeiros como a securitização dos recebíveis e os derivativos de crédito. Tais instrumentos foram utilizados para *dispersar* os riscos que estavam implícitos, contribuindo para tornar mais *seguras* as posições bancárias.

Com o desenvolvimento de novos produtos e técnicas complexas de gestão de risco de crédito (tais como o *CDS – credit default swap* e o *CDO – collateralised debt obligations*) e com a propagação de produtos financeiros estruturados, lastreados em diversos tipos de ativos de renda fixa e em recebíveis, o processo de securitização atingiu o seu auge, como pode ser visualizado no gráfico 5.

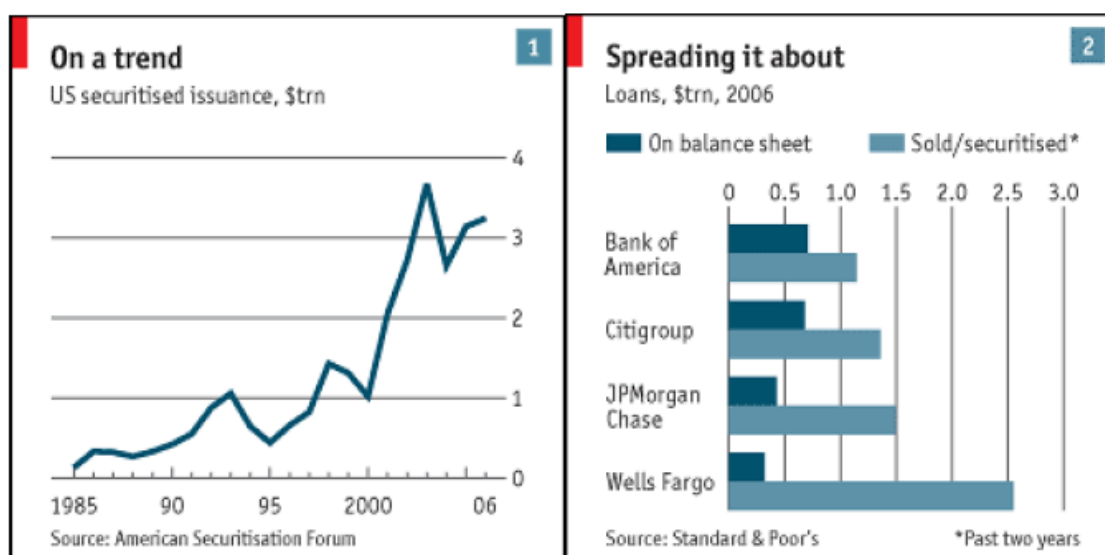


Gráfico 5 - Evolução da securitização nos Estados Unidos

Fonte: *The Economist* (2007). “When it goes wrong...”, 20/9/08. Disponível em <http://Economist.com>

O processo de securitização propagou o risco de mercado, ao mesmo tempo em que ofereceu às instituições depositárias uma classe mais líquida de ativos que se constituiu em uma fonte de capital para o mercado de hipotecas; o *mortgage-backed* retirou o risco de mercado não só do balanço de originadores da hipoteca - como os bancos - mas também da de *Fannie Mae e Freddie Mac*. Também proveu recursos de longo prazo para os empréstimos hipotecários, o que retirou o risco de iliquidez.

A securitização permitiu aos seus criadores ganhar a renda das suas atividades de taxa de subscrição, sem se expor aos riscos de crédito, mercado e liquidez, porque eles vendem os empréstimos que fazem. Os emitentes de valores mobiliários garantidos por hipotecas ganham taxas de subscrição, e a Fannie Mae e a Freddie Mac - empresas patrocinadas governo - ganham comissões de garantia para que possam emitir valores mobiliários. Como essas empresas eram a garantia dos empréstimos, a maior parte do risco de crédito permaneceu com os dois *gigantes da hipoteca*, cujo tamanho e diversificação permitiu-lhes lidar com isso. Permitiu ainda aos seus criadores ganhar a renda das suas atividades de taxa de subscrição, sem se expor aos riscos de crédito, mercado e liquidez, porque eles vendem os empréstimos que fazem. Os emitentes de valores mobiliários

garantidos por hipotecas ganham taxas de subscrição, e a *Fannie Mae* e a *Freddie Mac* - empresas patrocinadas governo - ganham comissões de garantia para que possam emitir valores mobiliários. Como essas empresas eram a garantia dos empréstimos, a maior parte do risco de crédito permaneceu com os dois *gigantes da hipoteca*, cujo tamanho e diversificação permitiu-lhes lidar com isso.

Esta estrutura de mercado, centrada nas empresas patrocinadas pelo governo, foi bem *sucedida* e atraiu a concorrência de outras grandes instituições financeiras. As principais firmas de Wall Street iniciaram uma jogada agressiva na emissão de valores mobiliários garantidos por hipotecas. Em 2003, as empresas patrocinadas pelo governo foram a fonte de 76% das emissões hipotecárias, segundo a *Inside Mortgage Finance*, valor esse que caiu para 46%, em 2006, quando a emissão das empresas privadas atingiu 57%. Entre os grandes emissores privados, destacaram-se empresas, tais como: *Wells Fargo*, *Lehman Brothers*, *Bear Stearns*, o *JPMorgan*, *Goldman Sachs* e *Bank of America*, bem como várias grandes credoras de títulos *subprime*, como *Indymac*, *WAMU* e *Countrywide* (DODD, 2007).

Essa rápida e radical mudança, em quotas de mercado ocorreu juntamente com uma mudança semelhante em padrões de subscrição. Considerando que a *Fannie Mae* e *Freddie Mac* foram quase inteiramente emprestadores de hipoteca *prime*, a parte da emissão privada cresceu, em grande parte através da originação e securitização de hipotecas *subprime* de risco elevado, assim como as hipotecas "*Alt-A*", que foram feitas para os mutuários com mais credibilidade do que os clientes *subprime*, mas que apresentaram riscos mais elevados do que os devedores principais. Os gráficos 6 e 7 ilustram a evolução do número de hipotecas *subprime* e *Alt-A* no total de hipotecas securitizadas.

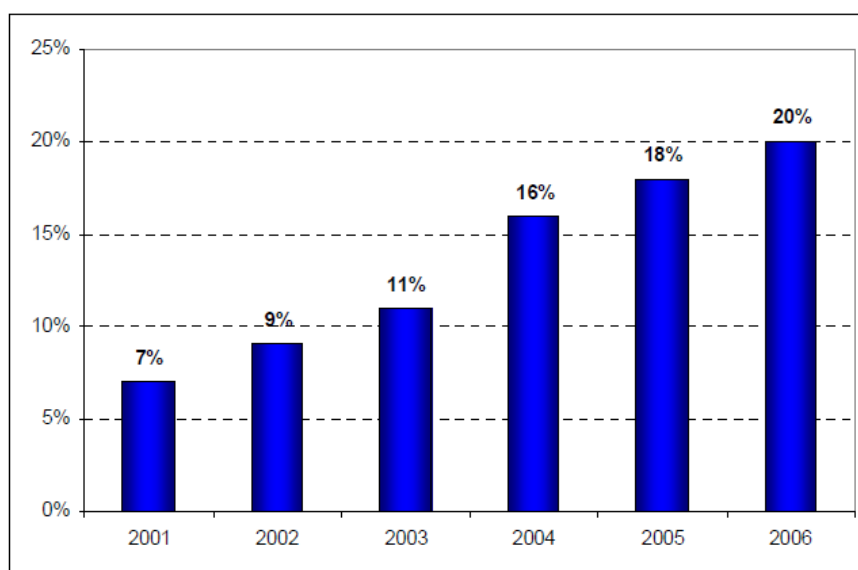


Gráfico 6 - Participação das hipotecas subprime no total das hipotecas securitizadas –2001 a 2006
Fonte: Inside Mortgage Finance Statistic Annual, 2007 *apud* Zelman et al (2007).

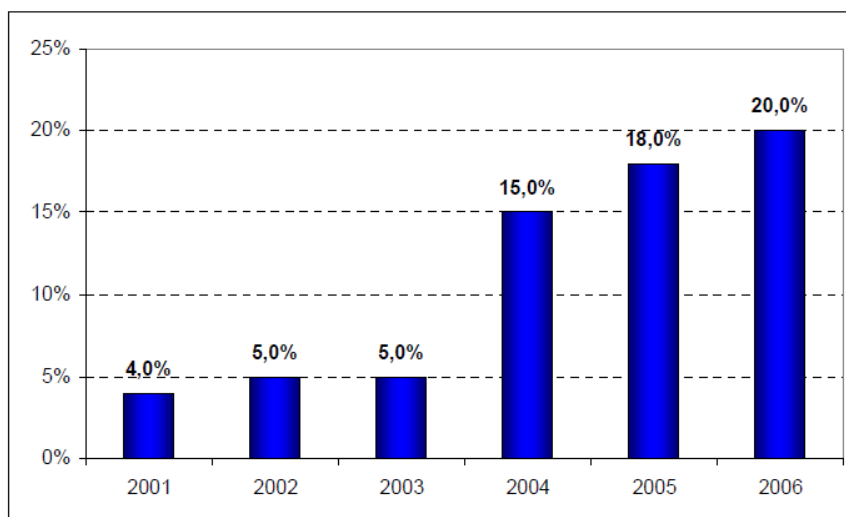


Gráfico 7 - Participação das hipotecas Alt-A no total das hipotecas securitizadas –2001 a 2006

Fonte: Inside Mortgage Finance Statistic Annual, 2007 *apud* Zelman et al (2007).

A chave para o movimento dívida hipotecária *subprime* através do mercado foi dividir o risco, criando segmentos de investimento de baixo e de alto risco, a partir do *pool* de hipotecas. As hipotecas *subprime* foram agrupadas em obrigações de dívida garantidas, em que os créditos titularizados, foram esculpido em várias classes de risco; cada classe de títulos é vendida separadamente e estes podem ser negociados nos mercados secundários.

Em uma obrigação de dívida com garantias, cerca de 80% da dívida *subprime* podia ser revendida a investidores institucionais. Assim sendo, os fundos de hedge rapidamente se tornaram importantes fontes de capital para o mercado de crédito, o que ocasionou uma elevação dos riscos, já que os fundos de hedge - que investem principalmente em empreendimentos de alto risco - não são entidades transparentes com os seus ativos, passivos e atividades comerciais e, às vezes, são altamente alavancadas com derivativos ou grandes quantidades de empréstimos. Dessa forma, os outros investidores e reguladores sabiam pouco sobre as atividades dos *fundos de hedge*.

É importante ressaltar que, ao contrário dos valores mobiliários negociados publicamente e dos contratos futuros, essas obrigações de dívida garantidas e derivativos de crédito não são negociados em bolsas de valores. Ao invés disso, o *over-the-counter* (OTC) dos mercados atuam como intermediários na venda, em mercados de balcão. Os preços e o volume dos negócios não são divulgados e, portanto, o processo de descoberta dos preços não é transparente e não há fiscalização para verificar onde existem posições vulneráveis.

A complexificação das relações de débito e crédito ensejada pela introdução de inovações financeiras acompanhou o processo de valorização do mercado imobiliário. O desenvolvimento do sistema de financiamento residencial americano, após 2001, foi marcado pelo crescimento da participação de contratos não tradicionais. A disseminação da inovação financeira nesses contratos nos segmentos *Alt-A* e *subprime* tornou a adimplência dependente da concretização das expectativas de fluxos de receitas dos agentes. O ciclo de baixas taxas de juros do FED chegou ao fim em 2006. As hipotecas negociadas com taxas de juros flexíveis foram *comprometidas* pelo aumento da taxa básica de juros que passou de um nível de 2%-3% a.a para cerca de 10%-15% a.a. Com o mecanismo de seleção mais *ativo*, houve um aumento da inadimplência nos contratos de maior risco negociados com taxas de juros flexíveis, o que ocasionou um aumento do número de execução de hipotecas e um endurecimento nas condições de crédito.

O aumento da originação de hipotecas *subprime* e a securitização criaram um problema que não tinha surgido no mercado centrado nas empresas patrocinadas pelo

governo: como esses títulos de dívida com baixa avaliação podem ser vendidos? Os principais compradores dos títulos lastreados em hipotecas eram investidores institucionais, como os *fundos de hedge*, por exemplo.

A chave para o movimento da dívida hipotecária *subprime* através do mercado foi dividir o risco, criando segmentos de investimento de baixo e de alto risco, a partir do *pool* de hipotecas. As hipotecas *subprime* foram agrupadas em obrigações de dívida garantidas, em que os créditos titularizados, foram esculpidos em várias classes de risco; cada classe de títulos é vendida separadamente e estes podem ser negociados nos mercados secundários. Em uma obrigação de dívida com garantias, cerca de 80% da dívida *subprime* podia ser revendida a investidores institucionais.

Assim sendo, os fundos de hedge rapidamente se tornaram importantes fontes de capital para o mercado de crédito, o que ocasionou uma elevação dos riscos, já que os fundos de hedge - que investem principalmente em empreendimentos de alto risco - não são entidades transparentes com os seus ativos, passivos e atividades comerciais e, às vezes, são altamente alavancadas com derivativos ou grandes quantidades de empréstimos.

Dessa forma, os outros investidores e reguladores sabiam pouco sobre as atividades dos *fundos de hedge* (SHILLER, 2009). É importante ressaltar que, ao contrário dos valores mobiliários negociados publicamente e dos contratos futuros, essas obrigações de dívida garantidas e derivativos de crédito não são negociados em bolsas de valores. Ao invés disso, o Over-The-Counter (OTC) dos mercados atuam como intermediários na venda, em mercados de balcão. Os preços e o volume dos negócios não são divulgados e, portanto, o processo de descoberta dos preços não é transparente e não há fiscalização para verificar onde existem posições vulneráveis (WOLF, 2009).

Torna-se evidente que embora tenham viabilizado a ampliação da liquidez no mercado de crédito e do endividamento de famílias, empresas e instituições financeiras, as inovações financeiras introduzidas ao longo das décadas 1980-90 potencializaram o risco de crise sistêmica¹⁷, na medida em que os contratos são amplamente interconectados e envolvem diversos participantes e segmentos do mercado financeiro. Isto posto, pode-se inferir que as crises financeiras não são apenas um padrão recorrente. Ademais, o desenvolvimento de inovações financeiras resolve problemas técnico-econômicos insolúveis no paradigma anterior e abre uma trajetória de desenvolvimento financeiro, ou seja, um caminho de inovações secundárias que desenvolvem as possibilidades da inovação original até o seu esgotamento, criando assim as sementes da próxima crise financeira.

6. Considerações Finais

O esgotamento do padrão de desenvolvimento do sistema de financiamento residencial que vigorou na economia americana até os anos 1970 e as intensas transformações

¹⁷ Em dezembro de 1995, no encontro conjunto da Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia (ANPEC) e da Sociedade Brasileira de Econometria (SBE), o professor José Alexandre Scheinkman, da Universidade de Chicago, argumentou que a crise sistêmica pode assumir três tipos: (1) presença de riscos correlacionados nos portfólios dos participantes do mercado, levando a perdas simultâneas de vários intermediários; (2) contágio informacional, ou seja, a falência de uma instituição levando a uma perda generalizada de confiança em instituições similares, as quais o mercado acredita estarem submetidas aos mesmos riscos; e (3) falência de uma instituição financeira levando à bancarrota outras instituições que detenham crédito contra a primeira (ou ações da mesma), levando a falências sucessivas e à quebra generalizada, tal como uma avalanche numa pilha de areia.

que estão ocorrendo desde então desencadearam uma série de profundas transformações no sistema financeiro, nos 40 anos que vão de 1971 a 2011.

Até fins dos anos 1960, com a economia americana em expansão, o modelo de sistema financeiro vigente se mostrou funcional ao desenvolvimento econômico. Entretanto, as condições de mercado favoráveis não foram suficientes para *impedir* o desenvolvimento de inovações financeiras com o propósito de driblar a rígida regulação bancária. Assim sendo, o mecanismo de seleção foi sendo flexibilizado pela introdução dessas inovações as quais, muitas vezes, foram *permitidas* pelo mercado.

As alterações no cenário macroeconômico, que tiveram início nos anos 1970, foram tornando evidentes as fragilidades e instabilidades da economia americana, resultando na crise imobiliária dos anos 1970-80. As associações de poupança e empréstimo foram afetadas neste período, essencialmente, devido à natureza de seu principal negócio – empréstimos imobiliários, de longo prazo, a taxas fixas. A desaceleração da atividade econômica tornou inadimplente um número crescente de devedores e os bancos passaram a ter comprometida sua principal fontes de captação, a saber: depósitos a vista.

A crise do *subprime* evidenciou as contradições deste processo. A securitização, que serviria para *diluir* riscos, na prática acabou escondendo riscos – títulos lastreados em hipotecas eram emitidos por instituições financeiras de grande porte, sendo tais ativos classificados como *seguros* para se investir por uma agência de *rating*. O desenrolar da crise colocou em xeque a arquitetura financeira internacional, na medida em que evidenciou as limitações dos princípios básicos do sistema de regulação e supervisão bancária e financeira que vigoram atualmente. Também questionou as explicações convencionais dadas pelo *mainstream* econômico para a crise financeira.

As alterações provocadas pela introdução e proliferação da securitização no mercado de financiamento imobiliário fizeram surgir novos atores financeiros que se mostraram mais *adequados* ao novo ambiente, bem como à nova lógica de acumulação. Por meio desse novo instrumento financeiro, os bancos passaram a emitir títulos lastreados nas dívidas *subprime* dos seus clientes, e esses títulos passaram a servir de garantia para outros títulos e assim por diante. Somado a isso, o processo de desregulamentação em curso fez surgir no cenário financeiro novos atores e produtos que passaram a concorrer com os já existentes no mercado. Ademais, esse processo gerou acirramento entre as instituições bancárias e queda nas margens de intermediação financeira, além de uma tendência à conglomeração financeira, por meio de fusões e aquisições.

A recente crise financeira não pode ser considerada como uma crise pontual de um segmento de mercado de menor expressão – embora crescente – que teve origem na inadimplência das hipotecas *subprime*. Essa crise foi gestada ao longo dos anos e corresponde ao desdobramento *natural* do processo evolucionário de desenvolvimento do sistema capitalista. Inovação e seleção atuando juntas, embora houvesse o predomínio de um dos mecanismos em determinados momentos, permitiram a evolução da estrutura de financiamento imobiliário americano.

Dessa forma, ficou claro mais uma vez que mercados financeiros desregulamentados não são eficientes, uma vez que permitem o desenvolvimento natural da atividade especulativa e da valorização da riqueza financeira, transformando as atividades econômicas de um país em um “subproduto das atividades de um cassino.”(KEYNES, 1982).

Portanto, diante do exposto em todo o texto, confirma-se a hipótese de que a crise financeira eclodida no mercado imobiliário norte-americano encontra sua gênese na solução encontrada para a crise hipotecária dos anos 1970, através da introdução de uma inovação radical (“securitização”) que se desdobrou em uma trajetória financeira de desenvolvimento de novas características do artefato financeiro básico (o ativo financeiro) até seu esgotamento,

na forma de uma crise financeira, que se manifestou pela rejeição dos produtos derivados desta inovação.

Referências Bibliográficas

CAGNIN, R. F. **O mercado imobiliário e a recuperação econômica dos EUA após 2002**. Campinas: IE/Unicamp (Dissertação de Mestrado), nov. 2007.

_____. **O Ciclo dos Imóveis e o Crescimento Econômico dos Estados Unidos 2002 2008**. Estudos Avançados 23 (66), 2009.

CARVALHO, F. J. C. de. Resenha Bibliográfica: **Stabilizing an unstable economy**. Instituto de Economia – UFRJ, 1987.

_____. **Fundação da escola pós-keynesiana: a teoria de uma economia monetária**. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1988.

_____. **O Retorno de Keynes**. Aula Magna proferida no 36º Encontro Nacional de Economia. ANPEC, 2009.

_____. **Is This ‘It’? Are We Witnessing the Great Depression of the 2010s?**. Paper prepared for presentation at the Conference ‘The World Economy in Crisis – The return of Keynesianism?’. Berlin, 30-31 October 2009b.

CARVALHO, F. J. C. de. *et al.* **Economia Monetária e Financeira**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CINTRA, M. A. M.; CAGNIN, R. F. **Euforia e pessimismo: os ciclos de ativos, de crédito e de investimento da economia americana, após 1982**. Revista Novos Estudos, n. 79. São Paulo: Cebrap, nov. 2007.

COLTON, K. W. “**Housing finance in the United States: the transformation of the U.S. housing finance system**”. Joint Center for Housing Studies, Harvard University, julho, 2002.

DODD, Randall (2007). **Subprime: Tentacles of a crisis**. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/12/dodd.htm>>

FMI. **Global Financial Stability Report**. Washington, DC: International Monetary Fund, set. 2007.

FMI. **Global Financial Stability Report**. Washington, D.C. International Monetary Fund, April 2008.

HERMANN, J. **Liberalização e Crises Financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990**. Tese de Doutorado. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 2002.

KEYNES, J. M. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. Nova York: Harcourt, Brace, 1936. Tradução para o português: *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo, Atlas, 1982.

McKINNON, R. **A moeda e o capital no desenvolvimento econômico**. Rio de Janeiro: Interciência, 1978. (1ª ed. em inglês, 1973).

MINSKY, H. **Stabilizing an Unstable Economy**. Newthaven: Yale University Press, 1986.

_____. **The Financial Fragility Hypothesis: an Interpretation of Keynes and an Alternative to ‘Standard’ Theory**, in H. P. Minsky, *Can It Happen Again? Essays on Stability and Finance*. New York: M. E. Sharpe, 1982a.

_____. **Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism**, in H. P. Minsky, *Can It Happen Again? Essays on Stability and Finance*, Cap. 4. New York: M. E. Sharpe, Inc, 1982b, pp. 71-89.

MORRIS, Charles. **O crash de 2008**. São Paulo: Aracati, 2009.

PORTU, M. de. **The Everyman’s Guide to the Financial Crisis**. Prism Group LLC (www.prism-capital-advisors.com), March: 2009.

POSSAS, M. L. **Elementos para uma Integração Micro-macrodinâmica na Teoria do Desenvolvimento Econômico**. *Revista Brasileira de Inovação*, 1(1), jan/jun, 2002.

SHILLER, R. J. **A Solução para o Subprime**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

SILVA, M. L. F. **Moeda e produção: teorias comparadas**. Brasília, DF: Editora da UNB, 1992.

VALLEE, D. E. “**A new plateau for the U.S. securitization market**”. FDIC Outlook, 2006.

WOLF, M. **A Reconstrução do Sistema Financeiro Global**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

ZELMAN, I. et alli. “**Mortgage liquidity du jour: underestimated no more**”. Credit Suisse, 2007.

VERCELLI, A. **Methodological Foundations of Macroeconomics: Keynes and Lucas**. Cambridge: Cambridge University Press, 1991.