



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA,
CONTABILIDADE E SECRETARIADO EXECUTIVO
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

EVANDRO AMORA MAIA NETO

**A CRISE FINANCEIRA DE 2008, ANÁLISE E PROPOSIÇÕES: UMA
LEITURA A PARTIR DE ROUBINI E MIHM**

FORTALEZA

2013

EVANDRO AMORA MAIA NETO

A CRISE FINANCEIRA DE 2008, ANÁLISE E PROPOSIÇÕES: UMA LEITURA A
PARTIR DE ROUBINI E MIHM

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para a obtenção do Título de Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Fabio Maia Sobral.

FORTALEZA

2013

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação

Universidade Federal do Ceará

Biblioteca da Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado Executivo

M184a Maia Neto, Evandro Amora

A crise financeira de 2008, análise e proposições: uma leitura a partir de Roubini e Mihm / Evandro Amora Maia Neto. – 2013.

83 f. : il. color.; enc.

Monografia (Graduação) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado Executivo, Curso de Bacharelado em Ciências Econômicas, Fortaleza, 2013.

Orientação: Prof. Dr. Fabio Maia Sobral

1. Crise Financeira. 2. Sistema Financeiro. 3. Securitização I. Título.

CDD 330

EVANDRO AMORA MAIA NETO

A CRISE FINANCEIRA DE 2008, ANÁLISE E PROPOSIÇÕES: UMA LEITURA A
PARTIR DE ROUBINI E MIHM

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para a obtenção do Título de Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Fabio Maia Sobral.

Aprovada em ____/____/____ .

BANCA EXAMINADORA

Prof. Fabio Maia Sobral (Orientador)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Carlos Américo Leite Moreira
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. André Lima Sousa
Universidade Federal do Ceará (UFC)

A Deus.

À minha família.

Ao amor da minha vida, Misaele
Teixeira.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus pelo dom da vida, pelo amor, pela compreensão, pela misericórdia, pela Sua presença, e por ter me dado paciência, dedicação, perseverança e criatividade, não só para fazer esse trabalho, mas também ao longo de todo o curso. Se eu cheguei até aqui, é porque o Senhor me ajudou meu Pai, muito obrigado meu Deus, eu te amo.

Aos meus pais, Evandro Silva Maia Júnior e Maria Marineide Alves Maia, dois exemplos de dedicação e cuidado um para com o outro, que sempre se dedicaram com muito amor e carinho para que eu me formasse, às minhas irmãs, Evaneide Alves Maia e Evamary Alves Maia, que mesmo diante de qualquer situação sempre souberam demonstrar seu amor, carinho e torcida por mim e à minha tia-mãe, Maria Marinalva Alves Gomes, que sempre esteve presente nas alegrias e dificuldades vividas por mim ao longo desse curso e que sempre me ajudou e ajuda bastante.

À minha nega preta mulher mais linda do mundo, a mulher da minha vida, minha futura esposa, Misaele Teixeira de Holanda, que todos os dias me dá muito amor e carinho, mais que um dia fui capaz de imaginar receber. Sem a sua constante presença ao meu lado meu amor, não só a conclusão desse trabalho, mas também o meu levantar de todos os dias para encarar a vida seriam, com certeza, muito mais difícil. Obrigado pretinha linda por ser minha amiga, minha parceira, minha cúmplice, minha alegria, minha amante e meu amor. E obrigado também por sua ajuda direta na construção desta monografia, assim como, por toda dedicação a mim, por todo incentivo, apoio, exemplo, carinho e amor. Te amo mais que tudo minha mulher virtuosa.

Aos meus tios, Sávio e Evamisa e as suas duas filhas, Maisa e Sávina, que me acolheram em sua residência no início dessa jornada de curso superior e que sempre torceram por mim me trataram com muito respeito.

À minha tia Beta, que ansiou pela conclusão dessa monografia tanto quanto, ou, se duvidar, até mais do que eu.

Ao meu padrinho Fernando Maia, que sempre me deu muita força e me ajudou bastante na construção da minha vida na cidade de Fortaleza.

À Francisca Luisa Crus de Oliveira e aos seus filhos, Tiago Cruz Viana de Oliveira e Rafael Cruz Viana de Oliveira, que os tenho como verdadeiros irmãos e amigos.

Aos meus amigos de infância e de vida, dentre os quais: João Paulo de Sousa Queiroz, René George Romano Silveira, Cleylton de Almeida Ferreira, Fernando Ivo e Leonardo Rocha.

Ao Daniel Lima de Freitas, um irmão que o curso de economia me possibilitou ganhar, assim como seu irmão, Danilo Lima de Freitas e seus pais, Marly Vitória de Freitas e Aristeu Lima de Freitas, que sempre me receberam em sua casa como um verdadeiro membro da família.

Ao professor Fábio Maia Sobral, que sempre me recebeu e orientou com muita boa vontade, muitas vezes até me recebendo em sua residência para não faltar comigo. Obrigado por tudo, pelas sugestões, que foram essências para a conclusão desse trabalho, pela sua disponibilidade, pela sua amizade, pela sua confiança e paciência; sem a sua ajuda a conclusão desse trabalho seria muito difícil.

Aos professores Carlos Américo Leite Moreira e André Lima Sousa, que aceitaram fazer parte da banca examinadora.

Aos amigos que conheci na Faculdade, dentre os quais cito: Maria Micheliana e Luís Eduardo, que sempre que precisei me ajudaram bastante.

Aos meus amigos de trabalho, dentre os quais cito: Valéria Porto, minha chefe, que acreditou em mim e me deu oportunidade de trabalhar na SEFIN, que contribuiu para que eu me tornasse um profissional melhor, que sempre torceu bastante por mim e que sempre compreendeu minhas ausências por conta desta monografia, à Francisca Cecília, uma pessoa que a sua presença me faz bem e me alegra todos os dias com o seu modo irreverente, suas brincadeiras e sua felicidade em viver a vida, ao meu grande amigo Reno Afonso, que é mais que um amigo, é um irmão, uma pessoa que tenho uma estima muito grande, que me ajudou diretamente na construção desse trabalho com sua disponibilidade e criatividade e que eu tenho como um verdadeiro exemplo de ser humano, ao Misael Pinho e a sua namorada, Dayanne Helena, que se disponibilizaram para fazer a tradução do resumo desse trabalho e à Karoline Cunha e Andressa Mendes, pela torcida e pelas brincadeiras que tornam o ambiente de trabalho mais agradável.

E aos demais que, de alguma forma, contribuíram na elaboração desta monografia e que estiveram sempre torcendo, meus sinceros agradecimentos!

“Há uma visão de que a economia capitalista é fundamentalmente falha. Essa falha existe porque o sistema financeiro necessário para a vitalidade e o vigor capitalistas – que produz o espírito animal empresarial numa demanda efetiva por investimentos – tem o potencial para expansão descontrolada, movida pelo investimento acelerado.”

(John Maynard Keynes)

RESUMO

Este trabalho tem como principal objetivo dissecar as principais falhas da estrutura do sistema financeiro vigente que contribuíram diretamente para o surgimento da crise financeira de 2008 a partir da visão de Nouriel Roubini e Stephen Mihm. O estudo é de natureza teórica e descritiva, elaborado por meio de uma pesquisa bibliográfica que apontou que a crise foi causada por falhas na estrutura do sistema financeiro atual que possibilitaram práticas exageradas de diversas operações, como por exemplo, alavancagem, securitização de títulos e bonificações que estimulavam os funcionários das instituições financeiras a serem imprudentes ao analisarem a concessão de empréstimos, bem como, a falta de regulamentação e o surgimento de instituições bancárias denominadas de bancos paralelos que tomavam dinheiro emprestado a curto prazo e aplicava em ativos ilíquidos a longo prazo. Após o estudo detalhado das operações praticadas no mercado financeiro, chegou-se a conclusão de que é necessária uma reforma no sistema financeiro atual acompanhada de uma maior regulamentação para que, no futuro, uma crise de proporções ainda maiores não venha a ocorrer pelos mesmos motivos que geraram a crise mais recente.

Palavras-chave: Crise financeira e sistema financeiro. Desregulamentação, securitização, risco moral, alavancagem e bancos paralelos. *Subprime*.

ABSTRACT

The main purpose of this work is to investigate the major failures of the current financial system that contributed directly to the onset of the 2008 financial crisis from the vision of Nouriel and Stephen Mihm Rounini. This descriptive and theoretical study is based on a bibliographic research that indicated the crisis was caused by the failures in the structure of the current financial system that allowed excessive practices of various operations, such as leverage, securitization bonds and subsidies. Those operations stimulated the employees of the financial institutions to be unwise when they were analyzing the lending, the lack of regulation, as well as the emergence of the financial institutions, also called shadow banks that borrowed money in the short-term and applied illiquid assets in long-term. After the detailed study about the financial market operations, it came to the conclusion that a reform in the current financial system added for a better regulation are needed, in order that, in the future, a crisis even bigger than the last one will be avoided.

Keywords: Financial crisis and financial system. Deregulation, securitization, moral hazard, leverage and shadow banks. Subprime.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 01	–	Variação percentual do comércio internacional, 2006-2011.....	25
Gráfico 02	–	Exportações mundiais trimestrais, 2005-2009.....	26
Gráfico 03	–	Evolução do índice de preços das <i>commodities</i> , inclusive e exclusive petróleo 2000-2010 (Base janeiro 2002 = 100).....	30
Gráfico 04	–	Variação das taxas de câmbio de grupos de países em períodos selecionados (em %)......	31
Gráfico 05	–	Participação percentual da securitização das hipotecas <i>subprime</i> , 2001-2006.....	43
Gráfico 06	–	Evolução das novas emissões de CDOs, 2001-2007(US\$ bilhões)..	46
Gráfico 07	–	Dívida privada em percentagem do PIB.....	61

LISTA DE TABELAS

Tabela 01 – Indicadores selecionados (2007-2009, variação anual em %)	23
Tabela 02 – Comércio internacional (2006-2011, variação percentual anual)	25
Tabela 03 – Valorização do preço dos imóveis em quatro países escolhidos, 1997-2007	27
Tabela 04 – Proporção de alavancagem de alguns bancos selecionados, junho de 2008	28
Tabela 05 – Valorização do índice de preço das <i>commodities</i> , 2003-2010 (% acumulada)	29
Tabela 06 – Hipotecas <i>subprime</i> securitizadas (em UU\$ bilhões)	43
Tabela 07 – Valores pagos aos diretores executivos em 2006 (em UU\$ milhões)	52

LISTA DE FIGURAS

Figura 01 – A cadeia da securitização.....	41
--	----

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AIG – *American International Group*

BACEN – Banco Central do Brasil

Bric – Brasil, Rússia, Índia e China

CDO – *Collateralized Debts Obligation*

CLOS – *Collateralized Loan Obligation Securite*

CMO – *Collateralized Mortgage Obligation*

CORECON-MG – Conselho Regional de Economia de Minas Gerais

E.U.A – Estados Unidos da América

FED – *Federal Reserve Bank*

FIDIC – *Federal Deposit Insurence Corporation*

FUNDAP – Fundação do Desenvolvimento Administrativo

IEDI – Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial

IMF – *International Monetary Fund*

MBS – *Mortgage Backed Scurite*

PIB – Produto Interno Bruto

RMBS – *Residential Mortgage Backet Securite*

SEC – *Securities and Exchange Comission*

SPV – *Special Purpose Vehicle*

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	15
2. CRISE FINANCEIRA.....	17
2.1. Crise Financeira é um evento comum	19
2.2. Como as crises financeiras se espalham pelo mundo	23
3. A ESTRUTURA FINANCEIRA QUE CAUSOU A CRISE RECENTE	34
3.1. Desregulamentação.....	36
3.2. Securitização	41
3.3. O Risco moral causado pelo sistema de bonificações	51
3.4. Instituições financeiras não regulamentadas	56
3.5. Alavancagem.....	60
4. FOMENTANDO AS IDEIAS DE UM NOVO SISTEMA FINANCEIRO	63
4.1. Desmembrar as empresas grandes demais para falirem	64
4.2. Ideias para resolver o problema das bonificações	67
4.3. Ideias para resolver o problema da securitização	69
4.4. Ideias para reformar a classificação de risco	73
4.5. Uma maior regulamentação deve ser implementada.....	75
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	79
REFERÊNCIAS	81
BIBLIOGRAFIAS.....	83

1. INTRODUÇÃO

A maior crise financeira desde a Grande Depressão se materializou em 2008 e trouxe à lembrança os tormentos vividos na década de 1930, fazendo com que muitos pensadores econômicos projetassem, em meio aos acontecimentos, que a depressão econômica teria mais uma vez um lugar de destaque na história econômica mundial.

Esses pensamentos de uma nova depressão não foram por acaso, a economia global ficou a um passo de uma deflação potencialmente devastadora, como jamais visto desde a Grande Depressão. O mercado de crédito foi fortemente afetado depois que a bolha do mercado imobiliário estourou e atingiu as famílias, as empresas e, ainda de uma forma mais grave, o mercado financeiro, que estava perigosamente despreparado para enfrentar situações fora dos padrões normais de distribuições de risco, que envolvia sempre a contínua elevação dos preços.

Esta monografia se propõe a fazer uma análise da conjuntura dos fatos que desembocaram na primeira grande crise mundial do século XXI a partir do livro: “A economia das crises: um curso relâmpago sobre o futuro do sistema financeiro internacional”, dos autores Nouriel Roubini e Stephen Mihm, que relatam de uma forma bem criteriosa os acontecimentos que levaram à crise, assim como, uma série de propostas para a formação de um novo sistema financeiro.

As crises financeiras são eventos comuns que apresentam na maioria das vezes um ciclo relativamente previsível de acontecimentos que têm, em cada novo episódio, suas particularidades. A cada nova crise, a economia é distorcida através de falências, falta de emprego, falta de crédito, falta de confiança, inflação ou deflação, enfim, vários eventos negativos que, se não forem combatidos, projetam a economia para o “fundo do poço”.

Mas, a cada nova ocorrência, as crises também deixam lições de que algo na economia não está correto e deve ser corrigido para que não mais surjam novas crises, pelo menos, não mais pelos mesmos motivos. E este trabalho se dispõe a contribuir, através do registro dos fatos, com a busca das causas da crise, bem como, sugerir mudanças para que um novo sistema financeiro seja criado e não mais dê espaço para os problemas encontrados diante da crise mais recente.

Sendo assim, o tema escolhido visa a corroborar com a análise dos acontecimentos que levaram ao surgimento da crise e, a partir de então, expor os principais erros do sistema financeiro que possibilitou o nascimento da crise econômica de 2008-2009 e, logo após, expor ideias para a criação de um novo sistema financeiro que corrija os erros encontrados no sistema atual.

Este é um trabalho de caráter teórico e descritivo, realizado através de uma pesquisa bibliográfica e documental em livros, monografias, dissertações de mestrado, artigos científicos, revistas, jornais, além de documentários, sites especializados e relatórios de instituições nacionais e estrangeiras. Tendo também a exposição de alguns indicadores financeiros e macroeconômicos.

A divisão desse trabalho foi feita em cinco seções, sendo a primeira esta pequena introdução; a segunda aborda o tema da crise financeira de um modo geral, sendo demonstrado como elas se formam e que elas são eventos comuns da história econômica. Sendo demonstrado também o porquê das crises nascerem em uma nação e se espalharem para outras tão facilmente.

A terceira seção analisa os principais pontos da estrutura do sistema financeiro atual que contribuíram para que a crise financeira surgisse. Sendo discutidos assuntos como desregulamentação do sistema financeiro, a prática da securitização de títulos, o risco moral causado, principalmente, pelo sistema de bonificações, o sistema bancário paralelo, bem como, o risco da alavancagem em excesso.

Na quarta seção, serão sugeridas ideias para reformar o sistema financeiro atual. Sendo apresentadas várias propostas para aperfeiçoar, por exemplo, o sistema vigente de bonificações das instituições financeiras, o sistema de securitização, o sistema de classificação de risco, assim como, novas ideias para uma maior regulamentação financeira, enfim, ideias que visam reformar o sistema financeiro e deixá-lo mais sólido e seguro.

Por fim, na última seção, serão apresentadas as considerações finais do trabalho, mostrando a importância em se perceber que após três anos do término da crise, nenhuma mudança foi realizada até então e que é de extrema importância a reformulação do sistema financeiro atual.

2. CRISE FINANCEIRA

Em meados de 2008, o mundo se deparou com uma crise financeira sem precedentes, um estouro de números negativos que assolou as bolsas de valores e a oferta de crédito pelo mundo todo. Um acontecimento que eclodiu no centro da maior economia do planeta, os Estados Unidos (especificamente, no mercado de hipotecas subprime)¹, e mudou a crença de que, na história mais recente, crise financeira é algo que só acontece com economias menos desenvolvidas que tem uma política fiscal desequilibrada como pensam ou pensavam alguns economistas da atualidade adeptos do que foi intitulado de “A Grande Moderação”².

Nas economias mais avançadas, a última metade do século foi um período de relativa calma, ainda que atípica, que culminou num período tranquilo de inflação baixa e de alto crescimento, que os economistas apelidaram de “Grande Moderação”. Como resultado disso, os economistas mais tradicionais resolveram ignorar as crises ou vê-las como sintomas de problemas nas economias menos desenvolvidas (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 15).

Hoje, crise financeira é um evento que se encontra presente nas maiores economias do mundo. Países como a Alemanha, Itália, Grécia, Portugal, Espanha e boa parte dos países do Leste Europeu e Ásia, assim como os E.U.A se encontram em um momento delicado de seus agregados macroeconômicos. Um momento que outrora apenas nações economicamente pequenas e dependentes das grandes potências mundiais seriam vistas e justificadas em tal situação. Um momento em que decisões devem ser analisadas e tomadas em um curto espaço de tempo, como por exemplo: deve-se gastar mais para estimular a economia ou deve-se conter os gastos para equilibrar as dívidas e correr o risco de comprimir a renda, o produto e o emprego?

O fato é que, em 15 de setembro de 2008, a falência do banco de investimentos Lehman Brothers evidenciou para o mundo que: primeiro, a “Grande Moderação” não existe ou ficou para trás; segundo, a alternância irregular de recessões

¹ Mercado onde as hipotecas são oferecidas a tomadores de alto risco. Subprime é o empréstimo em que a possibilidade de inadimplência do devedor é grande e a garantia é insuficiente. Disponível em <<http://www.conjur.com.br/2009-fev-01/centenas-especulacoes-giram-torno-crisefinanceira>>. Acessado em 18.02.2012.

² Ben Bernanke, ex-professor de Princeton – e que em breve seria nomeado chairman do Fed - fez um importante discurso à Eastern Economic Association em 20 de Fevereiro de 2004, intitulado "The Great Moderation", no qual argumentava que a política monetária havia-se tornado tão refinada que era capaz de eliminar a volatilidade na economia. Disponível em <http://resistir.info/mreview/foster_04dez08.html>. Acessado em 18.02.12. Ou Krugman (2009, p.10).

e expansões com que convivemos a pelo menos um século e meio, não chegou ao fim e, terceiro, os mercados financeiros não eram e não são tão sólidos como se propunha.

A derrocada desse banco evidenciou ainda que não existem instituições tão grandes, tão importantes e tão fortes que não possam sucumbir frente a uma administração gananciosa e mal elaborada. Que teorias de economistas do passado, como John Maynard Keynes, Hyman Minsky, Irving Fischer, Joseph Schumpeter e até Karl Marx, dentre outros, (que haviam sido esquecidas em função de um pensamento neoliberal de que os mercados sabem tudo, nunca erram e não precisam de um governo para regulá-los) voltam à pauta para esclarecer algumas atividades ou inatividades dos Estados e dos acontecimentos econômicos como um todo.

As crises deixam como legado, além de desemprego, recessão na economia e falta de confiança, a percepção de que algo está errado e de que mudanças devem ocorrer. Como exemplo temos a épica crise de 1929/30, que mostrou para o mundo, da forma mais dolorosa, que os mercados não se autorregulam e que é necessário um prestador de última instância, assim como leis e instituições que os regulem.

Os momentos difíceis daquela década formaram uma conjuntura de fatos econômicos que serviu de base para o surgimento da macroeconomia e de textos como: a “Teoria geral do emprego, do juro e da moeda”, obra lendária de John Maynard Keynes que sugere que em tempos de crise o conceito de Estado mínimo seja revisto e que seja dado aos Governos um papel mais atuante no cenário econômico, assim como sejam mais ativas as políticas fiscal e monetária.

O desfecho de uma crise financeira leva ao surgimento de muitas questões sobre o que está errado, sobre o que deve ser feito e a uma profunda reflexão sobre o que o governo pode e deve fazer para evitar outro desastre. Um economista de Harvard, Jeffrey Frankel, escreveu ironicamente no auge da crise recente: “Dizem que não há ateus nas trincheiras. Talvez também não haja liberais nas crises.” (ROUBINI; MIHM, 2010, p.201).

Isso se torna evidente quando se estuda a história das crises. Por exemplo: como resposta ao estouro da bolha especulativa na Grã-Bretanha em 1825, o Parlamento aprovou uma lei que reformou todo o sistema bancário. A criação do Federal Reserve (FED – Banco Central dos E.U.A) foi propiciada alguns anos depois do pânico de 1907,

que deixou muitos congressistas preocupados com a falta de um banco central no país. A lei Glass-Steagall, de 1933, foi aprovada depois que a “mãe de todas as crises financeiras - a corrente de desastres conhecida como a grande depressão – suscitou reformas radicais dos sistemas financeiros internacionais.” White (2000 apud ROUBINI; MIHM, 2010, p.201).

A crise que eclodiu em 2008 não é diferente, ela já deixou evidente mais uma vez que os mercados não podem ficar à deriva, que as inovações tecnológicas e os novos instrumentos financeiros precisam ser acompanhados por uma evolução da legislação e por uma regulamentação cada vez mais próxima, e não o contrário como foi acontecendo a partir do Governo Ronald Reagan e do surgimento do neoliberalismo. Essa crise deixa evidente também que é necessário ocorrer mudanças estruturais que possibilitem que o crescimento do mercado financeiro aconteça de uma forma mais sincronizada com o crescimento da economia real.

Este capítulo se propõe a mostrar que, primeiro, crise não é algo raro que só acontece uma vez a cada século e que é causada por um conjunto de fatores novos e desconhecidos. Pelo contrário, “As crises seguem trajetórias conhecidas e produzem resultados previsíveis. Elas são muito mais comuns e compreensíveis do que a sabedoria convencional nos poderia fazer crer.” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 14). E posteriormente, no decorrer do capítulo, nos propomos ainda a analisarmos as principais vias pelas quais as crises financeiras deixam de ser endemias e tornam-se pandemias globais. Mostraremos que esses eventos contagiosos aproveitam-se dos mercados cambial, monetário e comercial, dentre outros, para se alastrarem de sua origem para o resto do mundo.

2.1. Crise Financeira é um evento comum

Não foi a primeira e com certeza não será a última vez que uma crise financeira se instala no cenário econômico mundial. “Na história do capitalismo moderno, as crises são a norma, não a exceção”, afirma Roubini e Mihm (2010, p. 23). Elas são criaturas metódicas que seguem na maioria das vezes um roteiro de acontecimentos conhecidos, sempre repetidos. Geralmente um *boom*, criado por algum

tipo de ativo financeiro que ultrapassa seu valor real, torna-se uma bolha que passa a ser sustentada pela crença fabulosa, e irracional, de que os preços só irão subir. E baseado nessa crença, os bancos, as pessoas e as empresas assumem dívidas ao máximo, apostando sempre na alta dos preços e no lucro fácil. Nesse tempo de alta, é comum a negação de qualquer pensamento mais racional, veja o que afirma Roubini e Mihm (2010, p. 25-26):

Quando o preço dos ativos dispara, otimistas tentam de forma apaixonada justificar tal supervalorização. Quando confrontados com recessões anteriores, os otimistas alegam que “desta vez é diferente”. Homens e mulheres inteligentes afirmam que a economia entrou numa fase na qual as regras do passado não se aplicam – e acreditam no que afirmam.

À esse acúmulo excessivo de endividamento, acrescentam os autores de *A Economia das Crises*, soma-se uma crescente oferta de crédito que pode ser resultado de uma política fiscal frouxa do banco central ou pode ser consequência de uma supervisão e uma regulamentação negligente do sistema financeiro. Daí, somando-se um ativo financeiro cobiçado com uma oferta de crédito abundante, é fácil surgir uma bolha.

Em alguns casos, a bolha financeira é criada por uma inovação tecnológica, algo que, pelo menos de início, contribui para o crescimento econômico “- a invenção das estradas de ferro, por exemplo, ou a criação da internet – gera expectativas de um admirável mundo novo de elevado crescimento, e deflagra a bolha inicial.” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 25). Especulações em ações, em construções e em bens imóveis, que são os casos mais comuns, podem também deflagrar uma bolha. Mesmo que no início essa inovação gere crescimento econômico real, a euforia e a expectativa que surgem em relação a essa descoberta são tão grandes que o número de aplicações financeiras em torno desse mundo novo ultrapassa o senso da realidade.

Na crise mais recente, não houve uma tecnologia, ou uma invenção nova que pudesse gerar tamanha expectativa. Porém, os engenhosos inventos do mercado financeiro, elaborados pelos “cientistas” de Wall Street³, possibilitaram e alimentaram o crescimento da bolha do mercado imobiliário norte americano. Algo que também não é novo.

³ O termo designa a comunidade financeira de Nova York, concentrada na rua do mesmo nome, em Manhattan, onde se encontram a Bolsa de Valores (New York Stock Exchange), várias Bolsas de Mercadorias e as sedes dos principais bancos, companhias de seguros e outras instituições financeiras dos Estados Unidos. Pelo extraordinário volume de negócios ali realizados, os acontecimentos de Wall Street têm implicações em todo o mundo. Sandroni (1999, p. 637).

Muito dos maiores booms que antecederam as recessões mais arrasadoras dos últimos séculos andaram passo a passo com as inovações financeiras: a criação de instrumentos e instituições financeiras em qualquer coisa que seja o foco de alguma febre especulativa. Esses poderiam ser novas formas de crédito ou endividamento, ou até novos tipos de bancos que ofereçam aos investidores oportunidades de participar de uma bolha especulativa (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 25).

Os novos instrumentos financeiros facilitam o uso do ativo que está no centro da bolha como garantia para aquisição de novos empréstimos. E como o valor da garantia está subindo, os especuladores aproveitam para alavancar suas posições de investimentos. Por exemplo, nos Estados Unidos:

enquanto os valores das residências subiam e os salários estagnavam, os proprietários usavam suas casas como garantia de novos empréstimos, freqüentemente na forma de uma retirada ou de um empréstimo hipotecário; as pessoas efetivamente usavam suas casas como um caixa automático. [...] No quarto trimestre de 2005, as retiradas garantidas por residências atingiram a fabulosa quantia de 1 trilhão de dólares por ano, o que permitiu que milhões de famílias vivessem muito além de seus rendimentos. (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 26).

O interessante é que pode ocorrer em alguns casos, isso inclui a crise recente, um efeito positivo na economia real. Embora insustentável, o consumo baseado no endividamento, tem efeitos reais na economia; à medida que as pessoas e as empresas gastam com bens e serviços, a economia é estimulada, o crescimento econômico torna-se real e cria-se um círculo vicioso em torno dessa dinâmica: A economia cresce, a renda aumenta, e por consequência os gastos aumentam mais ainda, os lucros das empresas sobem, as preocupações com os riscos caem a níveis vertiginosos, os juros desabam e torna-se mais fácil ainda para as famílias e as empresas obterem créditos, gastarem além de suas posses e endividar-se cada vez mais. A essa altura, afirmam Roubini e Mihm (2010, p. 27): “a bolha não é mais um estado de espírito, mas uma força de mudanças econômicas, que estimula o crescimento e assume novos e mais arriscados empreendimentos, como, por exemplo, loteamentos no deserto.”

Nesse ponto de expansão da economia, já estão presentes todos os indícios de um surto especulativo, como, por exemplo, “a exuberância irracional” e as provas de um comportamento especulativo. Porém, as pessoas insistem em dizer que “dessa vez é diferente” e acreditam que o ciclo de crescimento nunca terá fim.

As demonstrações de otimismo e o aumento da bolha continuam, assim como as facilidades de crédito e o crescente endividamento dos agentes econômicos, apreensivos por participarem do “ganha-ganha” do momento; até que o ciclo de crescimento baseado em euforia e especulação encontra o seu ponto de inflexão, geralmente quando a oferta do ativo ultrapassa a demanda. A partir desse ponto, o que subia agora desce.

No instante em que o primeiro ativo ofertado não encontrar um comprador, as coisas tendem a mudar de rumo e vender o ativo da vez agora não será tão fácil. As pessoas passarão a pensar duas vezes antes de entrar no negócio, pois o preço não está mais crescendo e a oferta de crédito passa a encolher cada vez mais em decorrência da desconfiança que cerca o que outrora era um negócio de lucro garantido com os preços ascendentes.

Mas isso não é tudo, o “acerto de contas” está apenas começando. Por causa dos preços declinantes dos ativos no centro da bolha, usados como garantia para alavancar posições, os credores começam as “chamadas de margem”⁴ para tentar distanciar o risco que antes parecia não existir e que agora “bate a porta”. Os devedores não tendo dinheiro para pagarem as margens solicitadas, têm que vender suas garantias (finalizar sua posição no mercado) a qualquer preço para quitarem suas dívidas. E isso faz com que a oferta de ativos exceda a demanda, derrubando novamente os preços e desvalorizando ainda mais o valor da garantia, o que ativa novas chamadas de margem por parte dos emprestadores para tentarem diminuir suas exposições. Começa, então, uma corrida para ativos mais seguros e de maior liquidez, evitando qualquer ativo que esteja no foco da bolha. Daí, o pânico se instala e o efeito manada faz com que os preços, que antes excederam o valor real durante a bolha, caiam abaixo do preço real durante o estouro da bolha (ROUBINI; MIHM, 2010).

O roteiro é quase sempre o mesmo: em uma crise financeira, algum ativo passa a ser alvo de um intenso interesse especulativo e, independente se o ativo de interesse da vez gera retorno real para a economia ou não, ele cria um boom que deflagra em uma bolha financeira, que passa a crescer *pari passu* com a oferta de

⁴ “solicitações para que o devedor deposite mais dinheiro ou outros ativos em garantia, como compensação dos preços declinantes de seus ativos” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 27).

crédito, que por sua vez alimenta o endividamento dos especuladores inquietos para participar do boom. E com o passar do tempo, o aumento no preço do ativo cobiçado continua subindo, assim como a oferta de crédito e o grau de endividamento, até que algum fator, interno ou externo, quebre o elevado grau de confiança e afete o ciclo de crescimento da bolha e a oferta de crédito, fazendo com que haja uma reversão no movimento do preço dos ativos, que antes só subiam e agora tendem a descer muito abaixo do valor real.

Com a formação do novo cenário econômico, a queda dos preços e a escassez do crédito, as pessoas passam a se apavorar e as empresas passam a não ter como gastar em bens, serviços e, muito menos, em investimentos, e a economia começa a se contrair. E o que começa como um negócio de lucro garantido termina em uma crise financeira que por sua vez afeta a economia real, causando distúrbios perturbadores à vida das pessoas.

2.2. Como as crises financeiras se espalham pelo mundo

Alguns analistas acreditavam que a crise financeira que se encorpava no final de 2007 e início de 2008 era um problema dos Estados Unidos. Que o problema que se evidenciava cada vez mais no mercado imobiliário americano era um problema localizado. Peer Steinbrück, ministro da fazenda da Alemanha, declarou em setembro de 2008 que: “A crise financeira é, sobretudo, um problema americano.” E acrescentou: “Os outros ministros da Fazenda do G-7 na Europa continental compartilham essa opinião.” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 132). Entretanto, os acontecimentos que se seguiram após essa declaração evidenciaram o oposto. A tabela na página seguinte mostra como foi o fechamento das economias pelo mundo no período posterior ao da declaração.

Tabela 01 – Indicadores selecionados (2007-2009, variação anual em %)

Produto interno bruto real	2007	2008	2009
Mundo	5,2	3,0	-0,6
Economias avançadas	2,8	0,5	-3,2
E.U.A	2,1	0,4	-2,4
Área do Euro	2,8	0,6	-4,1
Japão	2,4	-1,2	-5,3
Outras economias avançadas	3,9	1,7	-1,2
Ásia em desenvolvimento	10,6	7,7	6,9
América Latina	5,8	4,2	-2,3
Brasil	6,1	5,1	-0,2

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IMF, World Economic Outlook, Washington, D.C., April/July (2010 apud CINTRA; PRATES, 2011).

A tabela acima deixa claro que a crise não ficou confinada aos Estados Unidos. Ela se estendeu por países de todos os continentes, inclusive os países do Bric, Brasil, Rússia, Índia e China. Com destaque para esse último, que conseguiu evitar uma recessão, embora tenha registrado crescimentos abaixo de níveis considerados sustentáveis para essa nação que “espanta” o mundo com o seu potencial econômico.

A pergunta é: *Por que um problema que aparentemente era dos Estados Unidos passou a ser também das diversas nações (avançadas, emergentes, sub-desenvolvidas) espalhadas pelos “quatro cantos do planeta”?* A resposta convencional é simples: *interdependência global*. Porém, essa explicação, embora verdadeira, não explica por completo o que aconteceu. É preciso saber de fato quais são as principais vias que disseminam as crises econômicas dos seus países de origem para países “saudáveis” economicamente, pois “as crises raras vezes abalam economias perfeitamente saudáveis; geralmente, há vulnerabilidade e fraquezas latentes que preparam o cenário para o colapso” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 133).

Para que uma crise se propague, em geral, é preciso um canal, algum meio pelo qual as economias fora do ponto de origem da crise possam ser arrastadas para elas. O mercado monetário, laços comerciais, ativos em comum, mercado de câmbio e “commodities” são comumente vias pelas quais as crises se alastram de um país para outro.

O mercado monetário, por exemplo, é um lugar onde as instituições e os bancos, que compõem o sistema financeiro global, tomam emprestado e emprestam dinheiro a curto prazo. Essa dinâmica de tomadores e emprestadores funciona muito bem em tempos de expansão econômica. Contudo, essa rede de “toma lá dá cá” em tempos de pânico é altamente vulnerável. E a razão é muito simples:

[...] quando um elo se quebra nessas elaboradas correntes, e uma dívida não é paga, isso pode deixar os credores perigosamente privados de fundos, incapacitando-os de garantir o crédito a outras empresas. Desse modo, as consequências de uma falência podem se espalhar por todo o mercado monetário. [...] Por essa razão, os problemas do mercado monetário são sempre uma marca registrada das crises financeiras. (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 133).

A falência do Lehman Brothers, em 15 de setembro de 2008, deixou sem valor centenas de bilhões de dólares em dívidas de curto prazo que ele havia emitido, difundindo o pânico entre os investidores e os fundos que detinham essas dívidas. Como consequência, o caos tomou conta dos fundos de renda fixa que forneciam empréstimos para o mercado de notas promissórias e o pânico foi espalhado por todo o sistema financeiro global. Os bancos, receosos com a agitação do mercado, subiram suas taxas de juros cerca de 400 pontos-base⁵, um aumento considerado astronômico, principalmente se for levado em consideração, que esses bancos faziam empréstimos a curto prazo para bancos estrangeiros, e que os ativos e empréstimos de curto prazo eram muitas vezes as principais fontes de renda dessas instituições (ROUBINI; MIHM, 2010).

O que foi chamado de “choque Lehman”, pelos investidores estrangeiros, espalhou desconfiança pelos mercados monetários globais, reduziu o crédito e, por fim, comprometeu o comércio mundial. (ROUBINI; MIHM, 2010). A tabela e o gráfico da página seguinte mostram que após a queda do Lehman, o comércio mundial foi fortemente afetado.

⁵ No jargão de mercado 400 pontos-base equivale a 4%.

Tabela 2 – Comércio internacional (2006-2011, variação percentual anual)

Comércio Internacional	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Volume (preços em US\$)	9,1	7,7	3,0	- 10,7	12,7	6,9
Deflator de preços em US\$	5,3	7,8	10,9	- 10,2	5,2	10,1
Manufaturados	2,6	6,4	6,9	- 6,5	2,6	7,0

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BACEN.⁶

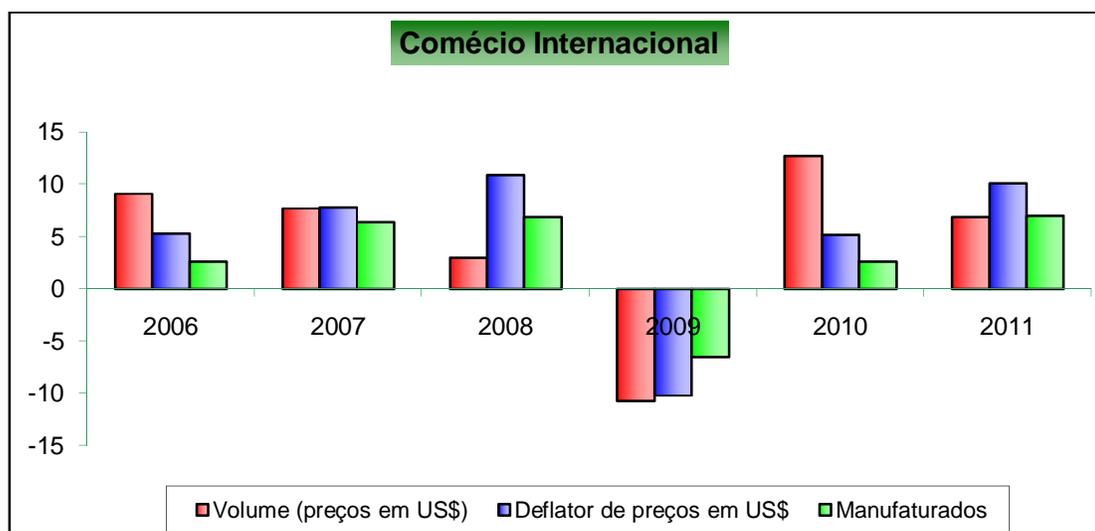


Gráfico 1 – Variação percentual do comércio internacional, 2006-2011

Fonte: Dados originários da tabela 2.

Normalmente o comércio mundial é ancorado por “cartas de crédito”⁷, que os bancos emitem para garantir que os bens que trafeguem de um lugar a outro, digamos do Brasil para os Estados Unidos, sejam pagos quando chegarem a seu destino. Com a derrocada do Banco norte americano, o mercado de crédito paralisou e os bancos deixaram de emitir esse instrumento essencial ao comércio global. O gráfico a seguir demonstra o quanto as exportações mundiais declinaram após as dificuldades encontradas em se conseguir cartas de crédito depois que a falência da instituição bancária norte americana se evidenciou:

⁶ Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/pec/Indeco/Port/ie6-15.xls>>. Acessado em 18/02/2012.

⁷ “Carta cujo signatário autoriza o destinatário a entregar a uma terceira pessoa certa importância em dinheiro ou determinada quantidade de mercadorias. A entrega se faz sob a garantia do signatário, de forma que ele exerce o papel de fiador da operação” (SANDRONI, 1998, p. 44).

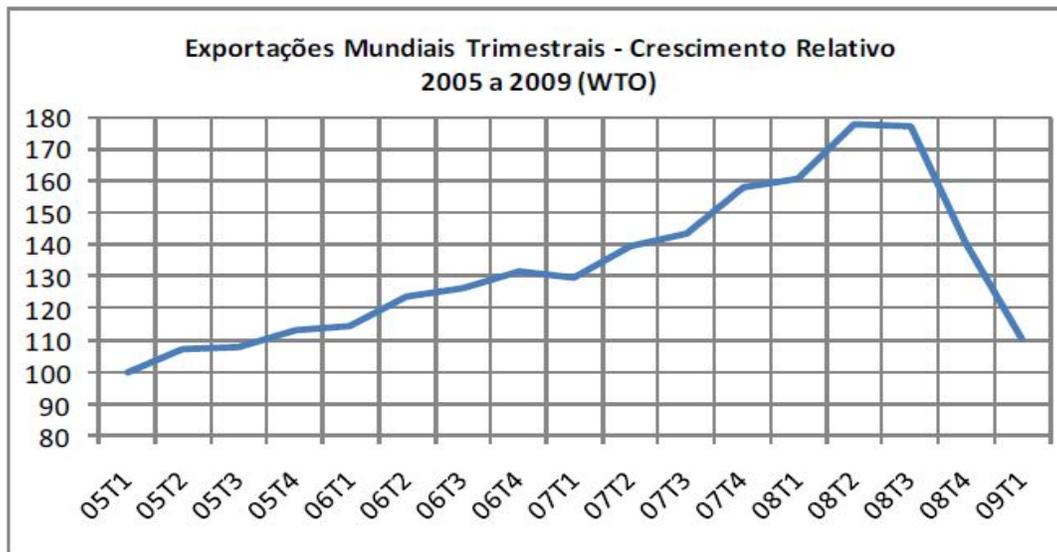


Gráfico 2 – Exportações Mundiais Trimestrais, 2005 - 2009

Fonte: <http://www.mdic.gov.br/arquivos/dwnl_1250871618.pdf>, acessado em 30/01/2012.

Além do mercado monetário e dos laços comerciais, outro catalisador pelo qual as crises se alastram é uma característica do sistema financeiro pouco observada: os investidores em diversos países têm ativos idênticos e políticas econômicas parecidas.

Em uma série de crises que atingiu o século XIX, por exemplo, investidores de todo o mundo possuíam títulos de ferrovias, que naquele tempo eram um dos investimentos mais populares. Quando a bolha formada por esses títulos estourou, investidores nos Estados Unidos, na Grã-Bretanha, na França e em outros lugares viram simultaneamente seus portfólios virar fumaça. Invariavelmente, eles cortaram o crédito, entesouraram dinheiro e semearam o pânico.

A crise atual foi comparável. O desabamento do mercado de alto risco transbordou dos Estados Unidos para a Europa, a Austrália e outras partes do mundo pela simples razão de que mais da metade da “salsicha” securitizada em Wall Street – as obrigações lastreadas em garantias reais e os títulos lastreados em hipotecas das quais eles derivavam seus valores – havia sido vendida para investidores estrangeiros. . (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 135).

Quando a economia de um país entra em colapso por determinados deslizes, outros países que cometeram os mesmos deslizes tendem a se desestabilizar também. É uma questão de vulnerabilidades compartilhadas. Muitos países que sucumbiram à crise mais recente tiveram muitas de suas práticas econômicas similares às dos Estados Unidos. Por exemplo, os norte americanos não foram os únicos com uma bolha imobiliária. A tabela abaixo mostra como os imóveis se valorizaram de uma forma muito alta não apenas nos Estados Unidos:

Tabela 3 – Valorização do preço dos imóveis em quatro países escolhidos, 1997 - 2007

	1997 - 2005	2003 - 2007
E.U.A	73%	-
Austrália	114%	-
Espanha	145%	-
Dubai	-	226%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do livro: A Economia das Crises (ROUBINI; MIHM, 2010).

Note que em Dubai o elevado crescimento nos preços de propriedades subiram incríveis 226% só entre 2003 e 2007.

Além de compartilharem ativos idênticos, a maioria dos países que criaram suas próprias bolhas imobiliárias, também praticaram as mesmas políticas econômicas. As razões desses estrondosos crescimentos nos preços dos imóveis são praticamente as mesmas. Como nos Estados Unidos, muitos dos países ignoraram o risco e a necessidade de regulamentação de seus mercados financeiros ou imobiliários; adotaram políticas monetárias frouxas, de tal forma que os custos dos créditos tornaram-se baixíssimos e acessíveis até a quem não podia pagar por eles; tiveram suas próprias inovações financeiras e acharam que os preços das residências iriam subir para sempre.

O resultado foi o mesmo: as famílias nesses países se sentiram mais ricas, elas gastaram mais e pouparam menos. A bolha imobiliária foi se expandindo a ponto de aumentar o agregado econômico de muito desses países e mascarar um problema mais profundo: o desequilíbrio no saldo de conta corrente⁸. Segundo Roubini e Mihm (2010), os Estados Unidos e outros países com bolha imobiliária estavam deficitários em conta corrente e precisavam cada vez mais da poupança de outros países para financiar seus investimentos.

Quando a bolha imobiliária estourou nos Estados Unidos, todas as economias que compartilharam das mesmas vulnerabilidades entraram em declínio.

Contrariando o senso comum, a bolha imobiliária nesses países não foi uma consequência direta da crise americana do subprime. O crash nos Estados Unidos pode ter sido o catalisador, mas não foi a causa: a maioria e talvez todos esses países com o mercado imobiliário superaquecido estavam caminhando para um crash. Tudo o que precisavam era de um empurrão, que

⁸ “Diferença entre o total de poupança e de investimento de um país” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 144).

conseguiram quando a economia global mergulhou numa crise e em uma recessão generalizada, em 2008. (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 144).

Outra vulnerabilidade que os países espalhados pelo mundo compartilharam com os Estados Unidos foi o problema da alavancagem⁹. A tabela 4 mostra a proporção de alavancagem de alguns bancos com imensos volumes de investimentos espalhados pelo mundo:

Tabela 4 – Proporção de Alavancagem de alguns bancos selecionados, junho de 2008

INSTITUIÇÃO	PAÍS DE ORIGEM DA INSTITUIÇÃO	ALAVANCAGEM
Credit Suisse	Suíça	33/1
ING	Holanda	49/1
Deutsche Bank	Alemanha	53/1
Barclay's	Inglaterra	61/1
Lehman Brothers	E.U.A	33/1
Bank of America	E.U.A	11/1

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do livro: A Economia das Crises (ROUBINI; MIHM, 2010).

Quando se fala em termos relativos, a alavancagem do falido Lehman Brothers e a do Bank of América, que atingiram 33 para 1 e 11 para 1, respectivamente, eram modestas se comparadas ao “otimismo” do banco britânico Barclay’s, que chegou a proporção incrível de 61 parra 1.

Embora o mercado monetário, os laços comerciais e os ativos em comum tenham muitas vezes contribuídos para que as crises pudessem atravessar fronteiras, as “commodities” e as moedas também sempre ajudaram a disseminar as “doenças” das crises. E a razão é muito simples:

(...) seus preços são fixados nos mercados mundiais. Quando os preços do petróleo, do cobre ou do dólar sobem em um lugar, sobem em toda parte; quando eles declinam, declinam em toda parte. Por essa razão, súbitas oscilações nos movimentos de commodities ou de moedas podem criar instabilidade em escala global.

Esse nível de integração data de há dois séculos ou mais. Por exemplo, quando o preço do algodão em Nova Orleans subiu como se fosse uma bolha, em 1836, e depois desabou, com o pânico de 1837, as consequências foram

⁹ Alavancagem financeira – grau de utilização de recursos de terceiros para aumentar as possibilidades de lucro. No caso de uma empresa significa o grau de endividamento (Ex: se uma empresa possui um coeficiente de endividamento que ultrapassa 30%, diz-se que ela está altamente alavancada). Discutiremos mais detalhadamente esse tema no capítulo 2. Disponível em <<http://www.fae.edu/intelligentia/dicionario/index.asp>> Acessado em 06/02/2012.

sentidas não apenas no nível doméstico, mas também em todas as nações exportadoras de algodão. Do mesmo modo, quando os preços de diversas commodities caíram 50% no ano seguinte ao Crash de 1929, as economias dependentes de exportações sofreram terrivelmente. Quando caíram os preços de todas as mercadorias – café, algodão, borracha, seda - as economias do Brasil, da Colômbia, das Antilhas Holandesas, da Argentina e da Austrália foram abaladas. Até o Japão sofreu, pois a desintegração da demanda por seda crua debilitou sua economia. Com os preços das commodities em queda, as finanças desses países ficaram expostas a riscos, e suas moedas foram depreciadas. (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 139).

As *commodities* tiveram um papel importante no disseminar da crise de 2008 e 2009 pelo mundo. De 2003 a 2007 o preço das commodities – tanto agrícolas como minerais – mantiveram um crescimento sustentável. Porém, se compararmos o crescimento desse período com o crescimento do primeiro semestre de 2008, observaremos que em termos relativos a evolução posterior a 2003, o acumulado até 2007, foi muito inferior ao observado no curto espaço de tempo correspondente ao primeiro semestre de 2008. Ver tabela 5.

Tabela 5 – Valorização do índice de preços das commodities, 2003-2010 (% acumulada)

	Índ. Preços <i>Commodities</i> (exceto petróleo)	Índ. Preços <i>Commodities</i> (inclusive petróleo)
2003jan./2007dez.	68.6	111.2
2007dez./2008jul.	30.2	39.9
2008jul./2008dez.	-32.2	-50.6
2008dez./2010jun.	14.9	33.9

Fonte: Elaborada por CASTILHO (2011, p. 126) a partir dos dados do Ipeadata.

Conforme mostra o gráfico 3, na página seguinte, houve uma valorização sem precedentes dos preços das *commodities* nos meses que antecederam a eclosão da crise no mercado internacional, observa-se um pico nos preços em geral.

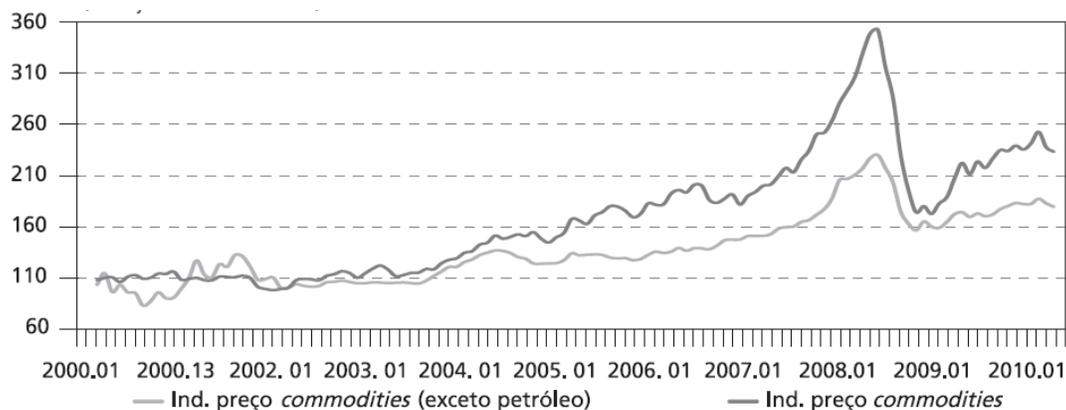


Gráfico 3 – Evolução do índice de preços das commodities, inclusive e exclusive petróleo 200-2010 (Base janeiro 2002 = 100)

Fonte: Elaborada por CASTILHO (2011, p. 126) a partir dos dados do Ipeadata.

Segundo Roubini e Mihm (2010), esse aumento não era nem remotamente justificável pelos fundamentos econômicos; ao contrário, era decorrente de investimentos e da “especulação” dos fundos de *hedge*¹⁰, das fundações beneficentes, das corretoras e de vários fundos de commodities que haviam investido parte de suas carteiras em “commodities”. Essa alta no preço das commodities beneficiou os exportadores, mas prejudicou os importadores. Por exemplo: Os Estados Unidos, a zona do euro, o Japão, a China, a Índia e outros países já sofriam os efeitos da crise financeira quando o aumento no preço do petróleo (no verão de 2008 os preços do petróleo chegaram a cerca de 145 dólares o barril, bem acima dos 80 dólares do ano anterior) os empurrou para uma recessão total.

Por outro lado, a eclosão da crise financeira reverteu repentinamente a tendência altista dos preços das commodities. E os exportadores, que haviam permanecidos isolados da crise financeira por causa da alta especulativa dos preços das commodities, tiveram prejuízos com a reversão da tendência de alta dos preços de seus produtos.

Em suma, se no período que antecedeu à crise financeira, houve uma valorização sem precedentes dos preços das “commodities”, a eclosão da mesma se encarregou de anular tal valorização e reverter a tendência altista. E isso fez com que as

¹⁰ De acordo Sandroni (1999, p. 279), “*hedge* é termo em inglês que significa “salvaguarda”. É um mecanismo utilizado por operadores do mercado financeiro e de *commodities* para se resguardarem de uma flutuação de preços”.

commodities funcionassem como uma faca de dois gumes. Onde, no primeiro momento da crise, as commodities beneficiaram os exportadores e empurraram os importadores para a “degola”, mas, num segundo momento, a queda na cotação das commodities levou muitos prejuízos às nações exportadoras.

O câmbio também funcionou como uma faca de dois gumes. No início da crise o dólar foi desvalorizado por conta da diminuição da atividade econômica dos Estados Unidos e a subsequente diminuição das taxas de juros. Isso afetou países como: o Reino Unido, o Japão, muitas nações da zona do euro e economias emergentes como a China que tinham suas economias dependentes em muito das exportações para os Estados Unidos. Esses países perderam suas vantagens competitivas e foram arrastados para a recessão quando suas moedas se valorizaram frente ao dólar e os seus produtos ficaram mais caros para os consumidores americanos.

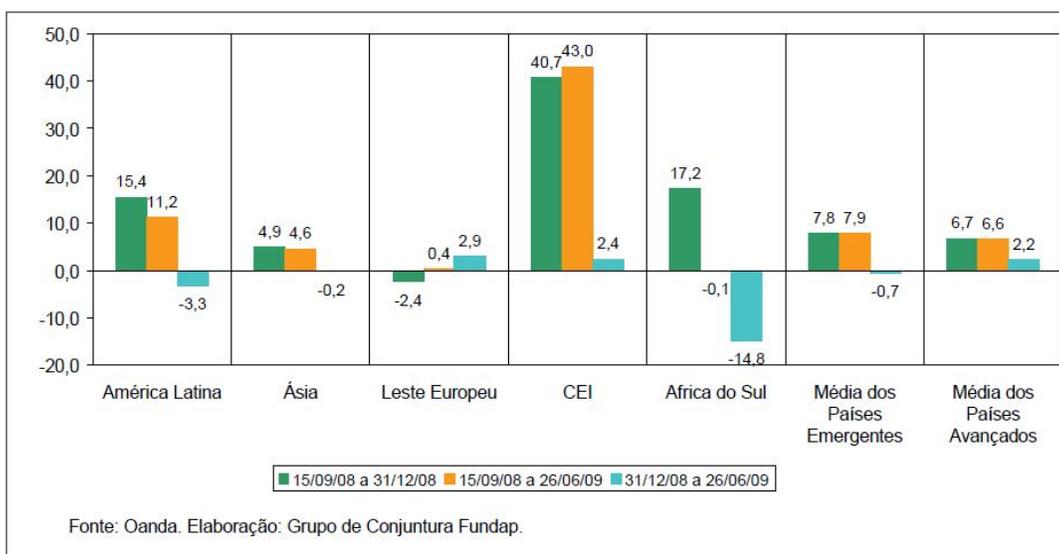


Gráfico 4 – Variação das taxas de câmbio de grupos de países em períodos selecionados (em %)

Fonte: <http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap/pdf/conjuntura/Desdobramentos_crise_paises_emergentes.pdf>, acessado em 21/02/2012.

Porém, como aconteceu no caso das *commodities*, e como pode ser visto no gráfico 4, o câmbio se inverteu quando a crise eclodiu e o preço da moeda que subia passou, então, a descer e o processo da desvalorização do dólar americano se inverteu quando, ironicamente, os investidores estrangeiros ignoraram o fato de os Estados Unidos serem o epicentro da crise e buscaram um refúgio mais seguro no dólar americano.

Apesar de os Estados Unidos serem o lugar de origem da crise, eles ainda pareciam uma aposta mais segura que qualquer outra economia emergente. E, com esse movimento em busca de moedas mais seguras no dólar americano e em moedas de países desenvolvidos, os investidores descarregaram suas ações e obrigações em vários mercados emergentes, ampliando ainda mais a distância entre as moedas desses países e as moedas "seguras" dos países desenvolvidos.

Segundo Roubini e Mihm (2010, p. 141):

As consequências foram desastrosas. Antes da crise, em muitos países emergentes da Europa, as empresas e as famílias tinham obtido financiamento para suas casas e pedido empréstimos bancários nos países mais estáveis. Eles fizeram isso porque as taxas de juros em euros, francos suíços e até em ienes japoneses eram mais baixas que as taxas de juros praticadas em seus países. A mesma estratégia foi usada por empresas na Rússia, na Coreia e no México. Mas quando a crise se instalou, e os investidores fugiram das moedas dos mercados emergentes para refúgios seguros como o dólar, o euro e o iene, o serviço dessas dívidas disparou, criando enorme tensão nas economias de numerosos mercados emergentes.

Mercado monetário, laços comerciais, investimentos em comum, "commodities" e câmbio serviram de vias para alastrar a crise pelo mundo e impor limites para explicar um modelo de contágio que se opõe à ideia de que um país com economia saudável pode ser empurrado para uma recessão por uma nação "doente" unicamente por causa da interdependência global. Muito desses países que foram abalados pela crise tiveram também seus investimentos "podres", suas bolhas especulativas, seus créditos fáceis e políticas econômicas parecidas; práticas que os tornaram altamente vulneráveis à doença.

3. A ESTRUTURA FINANCEIRA QUE CAUSOU A CRISE RECENTE

Nos períodos vividos antes de uma crise, ou seja, nos momentos em que ela, de alguma forma, está se formando, é difícil perceber que existe alguma coisa errada nos acontecimentos econômicos que mais a frente resultarão em uma avalanche de números negativos. Porém, no momento em que eclode a desestabilidade financeira, muitos são os economistas e os analistas financeiros que narram e explicam o que aconteceu de errado, qual foram os problemas que desencadearam em desemprego, falta de crédito, deflação e tudo o mais que uma recessão tem direito.

“Embora alguns autores, como Martin Felstein, Ned Gramlich, Stephen Roach, Bill Rhodes, Noriel Roubini e Bob Shiller tenham advertido que, eventualmente, o boom do mercado imobiliário iria resultar em recessão” (GONTIJO; OLIVEIRA, 2009, p. 48), as autoridades governamentais, assim como a maioria dos economistas e analistas financeiros, discordavam dos argumentos de que existia uma crise na “agulha”, contudo, quando a crise estourou, muitas foram as explicações que apareceram para descrever o que estava acontecendo.

Para Gorton (2008, apud GONTIJO; OLIVEIRA, 2009, p. 49-50) “o problema, em suas raízes, reside na ausência de informações”, a securitização¹¹ das hipotecas criou uma complexa

(...) rede ou interligações de ativos financeiros, estruturas e derivativos resultaram numa perda de informação e, em última instância, numa perda de confiança, visto que, para efeitos práticos, não era possível compreender os modelos de diferentes níveis de estrutura das hipotecas subjacentes. E, ao mesmo tempo em que essas interações possibilitavam a dispersão do risco entre muitos participantes do mercado de capital elas resultaram na perda de transparência em relação ao destino último dos riscos (GORTON, 2008, apud GONTIJO; OLIVEIRA, 2009, p. 50).

Ou seja, a falta de informações inviabilizou saber onde realmente os riscos estavam “estacionados” e em qual proporção. Isso causou o pânico.

O uso de modelos de risco altamente sensíveis à variação de preços, também foi colocado como origem do problema:

¹¹ “Conversão de empréstimos bancários e outros ativos em títulos (*securities*) para a venda a investidores. Esses títulos oferecidos no mercado podem ser comprados por investidores não bancários” (SANDRONI, 1998, p. 319).

Quando um modelo de risco de um participante do mercado detecta um aumento do risco em sua carteira, talvez resulte de alguma elevação aleatória na volatilidade, e tenta reduzir a exposição, muitos outros estão tentando fazer a mesma coisa ao mesmo tempo com os mesmos ativos. Um círculo vicioso garante uma queda de preço vertical, induzindo novas vendas. A liquidez desaparece num buraco negro (PERSAUD, 2008, apud GONTIJO; OLIVEIRA, 2009, p. 51).

Fischer (2008, apud GONTIJO; OLIVEIRA, 2009, p. 51), aponta que o crédito fácil e a engenharia financeira foram quem desencadearam a crise:

As causas imediatas da crise financeira foram um boom de crédito irracionalmente exuberante combinado com uma engenharia financeira que (i) conduziu à criação de complexos instrumentos financeiros considerados confiáveis, cujas características de risco eram subestimadas ou não compreendidas, e (ii) alimentou um *boom* habitacional que se transformou numa bolha de preços de imóveis e (iii) conduziu a uma insustentável compressão do prêmio de risco em escala mundial.

Outro argumento bastante conhecido, que até instigou nome ao livro de Claudio Gontijo e Fabrício Augusto de Oliveira¹², é que a crise se originou devido aos empréstimos *subprime*, os quais foram as causas da inadimplência das hipotecas que foram securitizadas por todo o sistema financeiro.

Culpar as hipotecas *subprime* ou o excesso de crédito na economia ou, até mesmo, a falta de informações sobre os títulos vendidos no mercado, chega a ser reconfortante, induz à ideia de que as causas da crise financeira foram apenas falhas na comercialização de um título juntamente com uma taxa de juros muito baixa e falta de informações por parte dos credores e que, se essas falhas forem corrigidas, a economia volta à estabilidade e ao crescimento próspero.

Pontuar as causas da crise tira o “foco” dos problemas estruturais que se desenvolveram ao longo de muitos anos. Este trabalho respalda todos esses argumentos que explicam a gênese da crise financeira de 2008 e 2009, porém, de uma forma conjunta e como consequência, antes de serem causas, da desregulamentação financeira que propiciou os principais problemas do sistema financeiro vigente na maioria das economias avançadas: a remuneração, a securitização, a classificação de risco e a alavancagem.

Neste segundo capítulo, com uma sucinta história a respeito da desregulamentação financeira, introduziremos a ideia de que o problema reside na

¹² Economistas vinculados ao CORECON-MG, que escreveram o livro “**subprime**: os 100 dias que abalaram o capital financeiro mundial e os efeitos da crise sobre o Brasil”.

estrutura dos mercados financeiros atual das economias avançadas, que viram a gananciosa indústria financeira aumentar cada vez mais seus lucros, enquanto se arriscavam a riscos cada vez maiores e incalculáveis. Depois explanaremos as principais vias do sistema financeiro que propiciou o pânico sistêmico por todo o mundo: a securitização, a classificação de risco, o risco moral, o sistema bancário paralelo e a alavancagem.

3.1. Desregulamentação

George Soros¹³, Chairman Soros Fund Management¹⁴ e autor do livro “O novo paradigma para os mercados financeiros – A crise de crédito de 2008 e as suas implicações (2008)”, descreve a importância da regulamentação fazendo um comparativo entre os mercados e um navio petroleiro:

Os mercados são inerentemente instáveis ou, pelo menos, potencialmente instáveis, e a metáfora mais adequada é a dos navios petroleiros. Eles são muito grandes e, portanto, você tem que separar em compartimentos para impedir que as sacudidas do óleo virem o navio. O projetista do navio tem que levar isso em conta. E depois da depressão, a regulamentação introduziu muito bem estes compartimentos estanques, e a desregulamentação levou ao fim da compartimentalização. (INSIDE JOB, 2010, cap. 1).

Em sua maior parte, a “compartimentalização” citada por Soros após a depressão de 1929 aludisse à adoção do Banking Act, ou, como é mais conhecido, Glass-Steagall Act. Uma lei que tinha como propósito reformar o sistema financeiro da época, tornar mais seguro o ambiente operacional e diminuir a especulação, “criando uma barreira entre os bancos comerciais, que recebiam depósitos e faziam empréstimos, e os bancos de investimentos, que subscreviam, compravam e vendiam valores mobiliários” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 86).

Com a adoção dessa lei, os correntistas passaram a contar com um seguro de depósito, que tinha como principal objetivo evitar a desconfiança na capacidade de, em tempos de crise, a instituição bancária reembolsar os valores depositados. “A Lei criou a Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), responsável por assegurar depósitos

¹³ “George Soros, refugiado húngaro, convertido em empreendedor americano, fundou seu Quantum Fund em 1969. Em 1992, era bilionário, já famoso como o “maior investidor do mundo” e já enaltecido pela generosidade e criatividade de suas atividades filantrópicas.” Krugman (2008, p. 126).

¹⁴ Presidente do Fundo de Gestão Soros.

bancários até o valor US\$ 2.500 na época e que cobria a quase totalidade dos depósitos, e que fora aumentado para US\$ 100.000 em 1980 e para US\$ 250.000 em 2008” (PEREIMA, 2012, p. 53).

Na prática, o maior impacto da Lei Glass-Steagall, foi a separação das atividades dos bancos comerciais das atividades dos bancos de investimentos, seguradoras e mercado de capitais. Com a nova Lei, os bancos comerciais com depósitos de clientes tiveram que manter suas operações de créditos limitadas, não podendo participar de atividades bancárias de risco e protegendo, assim, o dinheiro dos correntistas das especulações gananciosas e imprudentes dos bancários.

“Após a Grande Depressão, os E.U.A tiveram 40 anos de crescimento econômico sem uma única crise financeira. O setor financeiro era fortemente regulamentado.” (INSIDE JOB, 2010, cap. 1). Porém, as medidas tomadas para regulamentar e tornar mais seguro o sistema financeiro após a depressão, tornaram a atividade bancária maçante e de baixa lucratividade. E isso deu início, por parte de Wall Street, a uma corrida pela desregulamentação em prol da ascensão dos lucros.

Em 1981, o presidente Ronald Reagan nomeou o diretor do Banco de Investimentos Merrill Lynch, Donald Reagan, Secretário do Tesouro dos Estados Unidos e o novo Secretário declarou as seguintes afirmações: “Wall Street e o Presidente estão lado a lado. Tenho conversado com muitos líderes de Wall Street, e eles também vão estar 100% por trás do Presidente”. Essa parceria deu início a trinta anos de desregulamentação financeira e, ainda no início da década, em 1982 a administração Reagan permitiu que as empresas de poupança e empréstimos usassem o dinheiro dos seus depositantes para fazerem investimentos de riscos. As maiorias dessas empresas faliram no final da década e geraram uma crise que custou aos contribuintes 124 bilhões de dólares e, para muitos, as economias de suas vidas. (INSIDE JOB, 2010, cap. 1).

O presidente Ronald Reagan ainda tinha uma “carta na manga” contra a regulamentação financeira, e a colocou sobre a mesa quando escolheu como Presidente do Federal Reserve Alan Greenspan em substituição a Paul Volcker¹⁵. Os sucessores de

¹⁵ Paul Volcker trabalhou no Departamento do Tesouro e foi Presidente do FED de 1979 a 1987 e segundo Krugman (2008, p. 146): “foi quem restaurou o controle sobre a inflação, alcançando esse resultado por meio de políticas monetárias restritivas, que acarretaram forte desaceleração econômica, mas que acabaram quebrando a espinha dorsal da psicologia inflacionária.”

Reagan, os presidentes George Herbert Walker Bush, Bill Clinton e o George W. Bush, mantiveram Greenspan no cargo. De acordo com Roubini e Mihm (2010, p. 84):

O fato de Greenspan ter presidido o Federal Reserve é uma ironia. Afinal de contas, seu fascínio pelo poder do livre mercado o acompanha desde a juventude. Na década de 1950 até se tornou um acólito de Ayn Rand, cujos princípios profundamente libertários ele admirava. Entretanto, a crescente convicção de Greenspan de que o governo deveria ficar fora da economia não o impediu de trabalhar para o governo quando a oportunidade surgiu.

E já no final dos anos 1980, sob o comando da nova presidência, o conselho do Federal Reserve, contrariando a separação instituída pela Lei Glass-Steagall entre as atividades dos bancos comerciais e dos bancos de investimentos, permitiu que os bancos comerciais negociassem uma série de títulos. “No início, os bancos comerciais deveriam limitar em 10% seus lucros derivados de operações com títulos, mas uma decisão editada pelo conselho do Federal Reserve, em 1996, aumentou esse limite para 25%.” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 86). E como consequência da liberalização:

(...) os grandes bancos norte-americanos foram estendendo suas atividades para além dos tradicionais empréstimos bancários, passando a administrar fundos mútuos e a oferecer serviços de gestão de ativos por meio de seus vários departamentos. Buscaram ainda escarpar das regras prudenciais, promovendo a securitização dos créditos. Enfim, para enfrentar a concorrência, os bancos reivindicaram e foram se transformando em supermercados financeiros, desencadeando um processo que culminou na separação das fusões entre os bancos comerciais e de investimento imposta pelo Glass-Steagall Act (1933) (CINTRA; CAGNIN, 2007, p. 296).

O “golpe” final à Lei Glass-Steagall veio com a fusão do Citicorp e o Travellers Group que formaram o Citigroup, a maior empresa de serviços financeiros do mundo¹⁶. Essa fusão violou as leis em vigor e agrupou na mesma instituição: banco comercial, seguros e lançamento de títulos. “Após intenso lobby, o Congresso revogou o que restava da Lei Glass-Steagall no fim de 1999, com o Financial Service Modernization Act, a lei de modernização financeira” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 87) ou Lei “Gramm-Leach-Bliley”, ou ainda, para alguns, lei de alívio ao Citigroup. Essa nova lei deixou as portas abertas para futuras fusões entre bancos de investimento, bancos comerciais e companhias de seguro.

A aprovação dessa lei justificou uma tendência arriscada: a criação de megainstituições que usavam o dinheiro dos correntistas para atuarem em diversas áreas, como os mercados de seguros, títulos, financiamentos e empréstimos. “No final

16 Inside Job (2010, cap. 1).

dos anos 1990, o setor financeiro havia se consolidado em poucas empresas gigantescas. Cada uma delas tão grande, que sua queda poderia ameaçar todo o sistema.” (INSIDE JOB, 2010, cap. 1).

Em meio a crescente onda de desregulamentação financeira, achando o mercado de derivativos potencialmente desestabilizador, Brooksley Born, presidente da Commodity Futures Trading Commission, que supervisionava o mercado dos derivativos, propôs ao Congresso em maio de 1998 uma revisão da lei para regulamentar os derivativos. Porém, uma declaração conjunta emitida por Alan Greenspan, pelo Secretário do Tesouro, Robert Rubin, e pelo Diretor da SEC¹⁷, condenou as ideias de Born e recomendou uma legislação para manter os derivativos desregulamentados. Nas palavras de Greenspan ao Congresso: “regulamentação de operações com derivativos, que são negociados em particular por profissionais, é desnecessária.” (INSIDE JOB, 2010, cap. 1).

O senador republicano Phil Gramm, “um dos agentes-chaves da revogação da Lei Glass-Steagall”¹⁸, declarou a respeito de uma possível legislação para manter os derivativos desregulamentados: “eles estão unificando mercados, reduzindo a carga regulamentar. Eu acredito que nós não precisamos regulamentá-lá.”¹⁹ E

(...) anexou algo chamado “The Commodity Futures Modernization Act”, a lei de modernização de contratos futuros de commodities, a uma lei orçamentária. Essa lei, que nunca foi objeto de debates pelo Senado ou pela Câmara de Deputados, efetivamente declarou fora dos limites da regulamentação amplos setores do mercado de derivativos (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 87).

Essa lei deixava de fora da regulamentação os chamados *credit default swaps*, um contrato de *swap*²⁰ de crédito que permitia a compra de um “seguro” para se proteger contra a inadimplência de títulos derivativos. Ainda segundo Roubini e Mihm (2010, p. 87):

Os contratos de “swap” com garantia contra inadimplência, que se multiplicaram na última década para chegar ao valor de mais de 60 trilhões de dólares em 2008, tornaram-se uma das fontes mais importantes do

¹⁷ Securities and Exchange Commission, a comissão de valores mobiliários.

¹⁸ Roubini e Mihm (2010, p. 87).

¹⁹ (INSIDE JOB, 2010, cap 1).

²⁰ “A palavra *swap* (“troca”) é usada no mercado de derivativos e já provocou muita confusão desnecessária. *Swaps* de risco de crédito não são trocas; deveriam se chamar contratos de seguro de créditos” (CASSIDY, 2011, p. 286).

chamado “risco sistêmico” – perigos que ameaçam o sistema financeiro por inteiro.

E dando continuidade à “descompartmentalização” do sistema financeiro, os cinco maiores bancos de investimentos (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehman Brothers, Merrill Lynch e Bear Stearns)²¹ foram a SEC e solicitaram que fossem aumentadas as margens de endividamento em relação ao capital que seus departamentos de investimentos podiam assumir. Isso significava, na prática, a liberação de bilhões de dólares que eram mantidos como segurança caso algum investimento desse errado.

Em uma decisão unânime, a comissão concordou com o pedido dos bancos, embora reconhecesse que a mudança poderia ser arriscada. “Nós havíamos dito que esses caras já eram crescidos”, observou um dos membros da comissão durante a reunião à qual poucos compareceram, “mas isso significa que se alguma coisa der errado, vai ser uma barafunda bem grande.” Os bancos de investimento reagiram a essa desregulamentação com o aumento de sua alavancagem (percentual de ativos em relação ao capital) para proporções de 20, 25 vezes ou ainda mais, bem acima da proporção de 12,5 imposta aos bancos comerciais, que eram mais regulamentados. (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 88).

Pode-se ter uma ideia melhor do resultado dessa desregulamentação voltando à tabela 4 do capítulo um, situada na página 28, que expõe a proporção de alavancagem de alguns bancos selecionados em junho de 2008.

Em síntese, seja pela permissão concedida para grandes alavancagens, seja pela permissão concedida para especular com o dinheiro dos correntistas ou, seja por permitir que complexos financeiros chamados derivativos circulassem livremente pelo mercado, a desregulamentação financeira abriu espaço para que a crise surgisse.

Mas é preciso um estudo mais profundo em cada parte do campo financeiro para que se descubram quais foram as principais falhas, dentro da estrutura operacional do sistema financeiro, que contribuíram diretamente para que ela acontecesse. E dando continuidade a este capítulo, nos próximos tópicos, exploraremos cada uma dessas partes para que tenhamos um conhecimento mais profundo das origens da crise e posteriormente possamos apresentar alguma resposta a ela.

²¹ (INSIDE JOB, 2010, cap 1).

3.2. Securitização

Nessa parte do trabalho nos propomos a estudar de uma forma mais detalhada o tema da securitização, porque essa prática que se iniciou na década de 1970 gerou efeitos colaterais que difundiu vários hábitos que possibilitaram o boom imobiliário e a consequente crise financeira de 2008. O entendimento dessa tática financeira é crucial para dissecarmos muitos dos principais problemas na estrutura do sistema financeiro vigorante que contribuíram para o recente colapso.

Antes da década de 1970, um tomador de empréstimo interessado em comprar certo imóvel, solicitava um financiamento a um banco que, por sua vez, avaliava se esse cliente era capaz de pagar as parcelas inerentes ao financiamento, solicitava uma entrada de garantia e, acreditando que o cliente era capaz de pagar, concedia o empréstimo. Era simples e ambas as partes saíam satisfeitas com o negócio, o novo mutuário por ter conseguido o empréstimo e ter comprando um novo imóvel e o banco por receber os juros relativos ao empréstimo concedido.

O problema visto pelos banqueiros é que, com esse modelo de empréstimos, chamado de “originar e manter em carteira”, os bancos passavam dezenas de anos para receber os pagamentos do principal e dos juros e ficavam expostos ao risco de inadimplência durante todo o período do pagamento; e isso não agradava as instituições emprestadoras de hipotecas.

Por isso, não satisfeita com esse modelo de “originar e manter em carteira”, na década de 1970:

(...) a Government National Mortgage Association (mais conhecida como Ginnie Mae) criou um instrumento financeiro garantido por hipotecas. Na prática, isso significava que a Ginnie Mae agrupava um lote de hipotecas que ela originava e em seguida emitia títulos de crédito lastreados nele. Consequentemente, em vez de esperar trinta anos para recuperar o financiamento, a Ginnie Mae poderia receber o montante total adiantado, obtido junto aos compradores desses títulos. Por sua vez, os investidores que compravam os títulos recebiam parte das receitas resultantes dos pagamentos feitos pelos milhares de proprietários que amortizavam seus financiamentos (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 75).

Essa nova prática inaugurou um novo modelo de empréstimos, chamado de “originar e distribuir”, revolucionou o jeito de fazer negócio e ficou conhecida como securitização²².

Através da securitização, era possível transformar ativos ilíquidos, como as hipotecas, em ativos líquidos negociáveis no mercado aberto e transferir o risco hipotecário para os investidores privados, além de reduzir os custos por não ter que administrar esses ativos durante anos e descongelar, pela remoção das hipotecas dos balanços, uma parte relevante do seu capital bancário, que se torna livre para outras aplicações (GONTIJO; OLIVEIRA, 2009).

A operação, em princípio, era simples e tinha início quando a instituição “originadora” – bancos, bancos de investimento, emprestadores não bancários, instituições garantidas pelo governo – criava um veículo de finalidade específica (*special purpose vehicle* – SPV), uma nova instituição que comprava parte de seu portfólio (hipotecas, no caso) e emitia títulos lastreados nessas hipotecas, os chamados *mortgage-backed securities* – MBSs ou *residential mortgage-backed securities* – RMBSs (GONTIJO; OLIVEIRA, 2009). A figura 1 mostra como a cadeia de securitização se desenvolvia e como, ao final do processo de formação, os pagamentos feitos pelos mutuários iam parar no “bolso” dos investidores privados, como uma renda permanente.

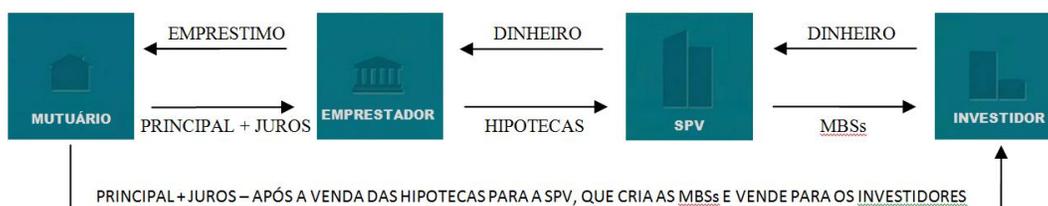


Figura 1 – A cadeia da securitização

Fonte: Elaboração própria.

Com esse novo método de fazer negócio, todos ligados a essa cadeia, em tese, obtinham o que desejavam. O mutuário obtinha o empréstimo para a compra do

²² Termo oriundo da palavra inglesa *security* (em português significa segurança) e que, segundo Sandroni (1998, p. 319), significa a “conversão de empréstimos bancários e outros ativos em títulos (*securities*) para a venda a investidores. Esses títulos oferecidos no mercado podem ser comprados por investidores não bancários”.

novo imóvel, a instituição emprestadora obtinha bons lucros sem precisar esperar vinte ou trinta anos, a instituição de finalidade específica recebia uma enorme comissão por sua assistência aos contratantes e os investidores que compravam as MBSs recebiam uma renda permanente conforme os mutuários pagavam suas dívidas (ROUBINI; MIHM, 2010).

Com todas essas vantagens, na década 1980 a securitização ficou cada vez mais popular, no entanto, foi na década de 1990, por causa da chamada crise das associações de poupança e empréstimos, que ela se consolidou como método “correto” de fazer negócios. A respeito dessa crise, Roubini e Mihm (2010, p. 76) ressaltam que:

Mais de 1.600 bancos implodiram naquela debacle (sic) porque haviam feito uma montanha de arriscados financiamentos a imóveis residenciais e comerciais, que eram mantidos em sua própria carteira (o modelo “originar e manter em carteira”). Nada disso teria acontecido se os empréstimos fossem securitizados – ou pelo menos essa foi a lição que os banqueiros tiraram da debacle (sic). O novo pensamento era bem simples: é melhor vender os financiamentos e embolsar um bom lucro adiantado que manter empréstimos em carteira e depois correr o risco de eles não serem pagos. A distribuição dos financiamentos a quem estivesse em melhores condições de arcar com os riscos – fundos de pensão, bancos de investimentos e outros investidores institucionais – poderia diminuir o risco de uma crise bancária sistêmica. A política de “originar e manter em carteira” foi substituída pela política de “originar e distribuir”.

E com esse pensamento, a prática da securitização se expandiu para vários outros tipos de créditos ao consumidor: empréstimos de cartão de crédito, créditos estudantis, financiamentos de automóveis e empréstimos corporativos que resultavam em títulos chamados “títulos lastreados por ativos” (*asset backed securities*). “Segundo os dados do Federal Deposit Insurance Corporation norte-americano, as emissões de títulos securitizados aumentaram em cerca de 170% entre os anos de 2000 e 2005, ano no qual atingiram um montante de US\$ 2,7 trilhões” (MAIA, 2008, p. 207).

Quando a crise eclodiu, a securitização se aplicava a quase tudo, de aluguel de aviões a direitos autorais de banda de rock, passando por rendas de florestas e minas, impostos territoriais, receitas de antena de rádio, financiamento de barcos e muitos outros (ROUBINI; MIHM, 2010).

Embora quaisquer ativos, a princípio, pudessem ser securitizados, o mercado que mais se desenvolveu foi o correspondente aos títulos emitidos com lastro nas hipotecas (*mortgage-backed securities*), em especial as hipotecas *subprime*, que os

bancos preferiam porque rendiam mais juros. A tabela 6 mostra que o desenvolvimento da securitização das hipotecas *subprime* cresceu mais de 400% entre 2001 e 2006.

Tabela 6 – Hipotecas *Subprime* Securitizadas (em UU\$ bilhões)

ANO	HIPOTECAS <i>SUBPRIME</i>	HIPOTECAS <i>SUBPRIME</i> SECURITIZADAS	%
2001	190	95	50,4
2002	231	121	52,7
2003	335	202	60,5
2004	540	401	74,3
2005	625	507	81,1
2006	600	483	80,5
% CRESCIMENTO ENTRE 2001 E 2006	216%	408%	-

Fonte: Elaboração própria com base em Wray (2007 , apud BORÇA JUNIOR; TORRES FILHO, 2008).

O gráfico 5 apresenta de uma forma mais clara a progressão da participação percentual da securitização das hipotecas *subprime* no período estudado. Note que, em 2005 e 2006, o total de hipotecas *subprime* securitizadas ultrapassaram mais de 80%.

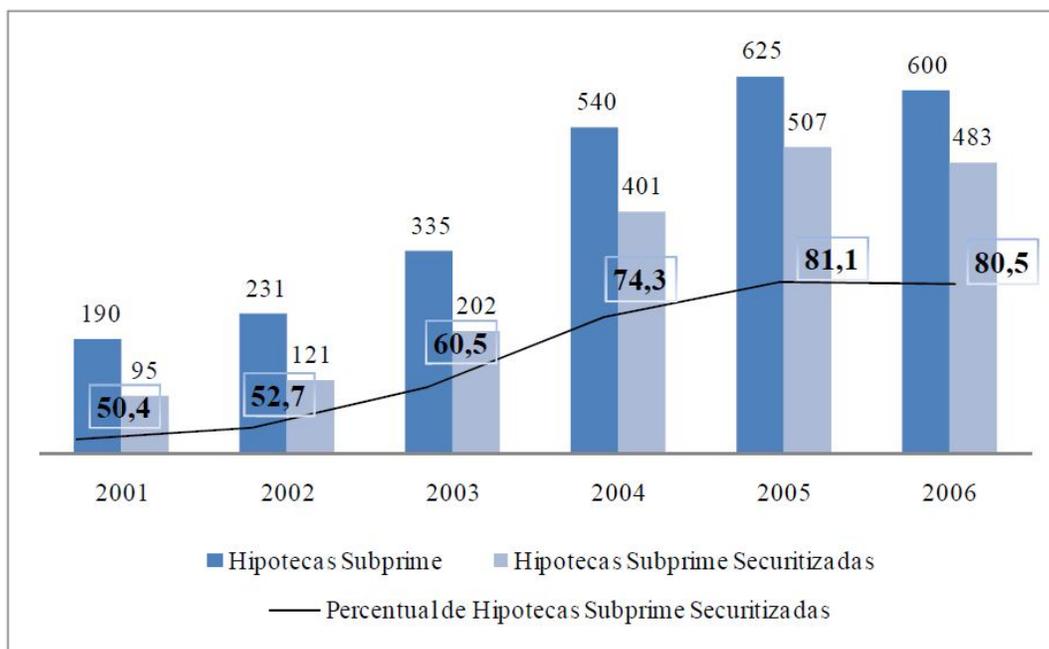


Gráfico 5 – Participação percentual da securitização das hipotecas *subprime*, 2001-2006

Fonte: Elaborado por Silva (2011) a partir dos dados originários da tabela 6.

Esse crescimento da securitização das hipotecas *subprime*, se deve, em muito, aos títulos garantidos por dívidas, que eram, em sua grande maioria, criações dos

bancos de investimento que os nomeavam de acordo com o lastro de suas respectivas receitas: obrigações de hipotecas com garantia [collateralized mortgage obligations – CMOs], obrigações de dívidas garantidas [collateralized debts obligations – CDOs] ou obrigações de empréstimos garantidos [collateralized loan obligations – CLOSs].

Todos eles, apesar de nomes e siglas diferentes, fundamentavam-se no mesmo conceito: reunir diversas obrigações de pagamentos, de mesma natureza ou de natureza diferente – como, por exemplo, hipotecas, empréstimos de cartão de crédito, financiamento de automóveis, créditos estudantis e outras operações de crédito – e emitir títulos que davam direito a parte dos recebimentos dessas dívidas.

Com esse conceito, os títulos tinham como característica principal a transferência, ou a securitização, dos riscos de inadimplência atrelados às dívidas que originavam o lastro deles. Tome como exemplo um investidor que comprava um CMO, obrigações de hipotecas com garantia, que rendia pagamentos mensais de acordo com que os mutuários das hipotecas iam saudando-as. Se os mutuários ficassem inadimplentes, o comprador do CMO ficaria sem receber, no prejuízo, pois ele estava comprando, de certa forma, a dívida daquelas hipotecas.

Então, por que comprar um título que trazia consigo o risco visível de inadimplência ligado a ele? A resposta de Wall Street era que esses riscos quase não existiam por causa da engenharia financeira que proporcionava: a diversificação, as “tranches” ou camadas e a formação de reserva.

A diversificação derivava da ideia de que é melhor aplicar em diversas empresas do que em uma só. Porque se você aplicar todo o seu dinheiro em uma única empresa, e ela falir, toda sua aplicação estará perdida; mas, se você investir em várias empresas, e uma delas quebrar, isso não terá um impacto tão grande em seu investimento final. De acordo com Cassidy (2011, p. 267):

Com as obrigações hipotecárias, a diversificação é feita com base na geografia. Quando os preços dos imóveis caem no Illinois ou em Ohio, eles podem muito bem subir no Novo México e no Arizona. Ao juntar empréstimos hipotecários do país inteiro, os emissores de títulos hipotecários de Wall Street vacinavam os investidores contra a possibilidade de fracasso num determinado mercado: seja como for, era o que eles alegavam fazer. Ainda que alguns donos de hipoteca atrasassem ou deixassem de pagar, a grande maioria continuaria pagando suas prestações mensais, e os obrigacionistas continuariam recebendo juros.

As “tranches” ou camadas, estabeleciam os níveis de prioridade de recebimento dos retornos e eram, em geral, quatro: superseniores, seniores, mezanino e juniores. Os investidores que compravam os títulos mezaninos, não eram afetados enquanto os investidores juniores não tivessem sofrido perdas integrais; os investidores seniores só seriam afetados se todos os investidores do mezanino já tivessem sido atingidos e, por sua vez, os investidores superseniores só teriam prejuízo caso todos os demais cotistas já tivessem sido totalmente “varridos do mapa”. Para compensar a maior exposição ao risco, os juniores e os mezaninos recebiam juros mais altos (CASSIDY, 2011).

Por fim, os títulos garantidos por dívidas, contavam com uma formação de reserva. Os CDOs, por exemplo, eram projetos de uma forma que o total das prestações mensais dos portadores de hipotecas excedia o total de pagamentos feitos aos compradores de CDOs. Essa diferença era usada para criar um fundo de reserva que poderia ser usado para compensar quaisquer perdas futuras (CASSIDY, 2011).

Além de toda essa engenharia que foi projetada para dar a impressão que esses títulos eram superseguros, eles ainda ganhavam o selo de garantia de segurança das agências de classificação, que classificavam os títulos superseniores e seniores como AAA, AA ou A; os mezaninos com BB ou acima e os juniores, expostos ao maior risco, não eram classificados (CASSIDY, 2011).

As cotas com as maiores classificações, superseniores e seniores, eram vendidas diretamente no mercado para os investidores. As cotas de risco médio, mezanino, e as de risco extremos, juniores, eram submetidas a um novo processo de transformação financeira mediante o uso de derivativos de crédito, que melhoravam suas respectivas classificações de risco (BORÇA JUNIOR; TORRES FILHO, 2008).

Essas cotas eram transferidas a um fundo CDO, junto com outros títulos de dívida, como recebíveis de cartões de créditos, recebíveis de financiamentos a automóveis, empréstimos estudantis (students loans) e, até mesmo, outros investimentos imobiliários. [...] Com isso, esperava-se produzir a máxima diluição do risco de cada hipoteca individualmente e, assim, obter uma carteira que, por sua distribuição estatística, alcançasse melhores classificações de risco comparativamente às dos títulos que lhe deram origem (BORÇA JUNIOR; TORRES FILHO, 2008, p. 142).

De acordo com Cintra e Cagnin (2007, p. 319):

As combinações foram realizadas de modo que alguns desses ativos lastreados nas hipotecas subprime acabaram re-classificados como de

excelente risco ou como grau de investimento. O re-empacotamento 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 observavam regras de prudência.

A esses títulos acrescenta-se o fato de que eles rendiam mais que as obrigações emitidas por empresas com a mesma taxa: “se uma obrigação AAA emitida pela IBM rendia 5,5%, digamos, um título hipotecário de alto risco emitido por Goldman Sachs ou Lehman Brothers podia render 5,75% ou 6%” (CASSIDY, 2011, p. 267). Como os dois títulos tinham o mesmo selo de qualidade das agências de classificação, o resultado foi um crescente aumento no número de lançamentos de novos CDOs nos Estados Unidos. O gráfico 6, mostra o desenvolvimento da securitização através desses títulos lastreados em diversos tipos de operações de entre os anos de 2000 e 2007.

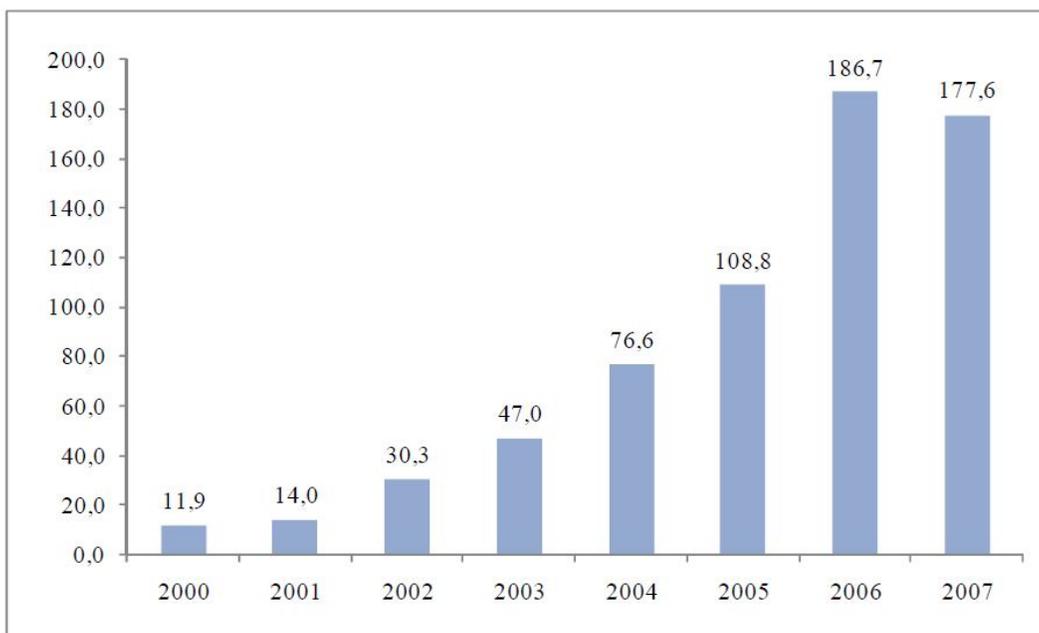


Gráfico 6 – Evolução das Novas Emissões de CDOs, 2001-2007 (US\$ bilhões)

Fonte: Elaborado por Silva (2011) com os dados do IEDI (2008, apud BORÇA JUNIOR; TORRES FILHO, 2008, p. 143).

Com esse sucesso nas vendas dos CDOs, o processo de diluição do risco das hipotecas “podres” foi se desenvolvendo cada vez mais e, com isso, a securitização atingiu níveis muito maiores:

Virou moda, por exemplo, pegar CDOs e combiná-los com outros CDOs e depois dividi-los em tranches. Esses CDOs de CDOs (às vezes chamados de CDO²) empalideciam diante de produtos mais barrocos saídos dos laboratórios de Wall Street: CDOs de CDOs de CDOs, mais conhecidos

como CDO³; e CDOs sintéticos, que reuniam diversos contratos de seguro contra o risco de inadimplência (credit default swaps) para parecer um CDO. Alguns desses produtos mais exóticos tinham bem mais de três tranches; não era incomum falar-se de cinquenta ou mesmo cem tranches separadas, cada qual representando um nível de tolerância ao risco (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 78-79).

A securitização realmente parecia ser o “remédio” que o “organismo financeiro” havia encontrado para se tratar contra a questão do risco dos empréstimos. O problema dos remédios é que muitos deles apresentam efeitos colaterais que podem ser muito nocivos ao organismo; e o remédio da securitização não era diferente, ele apresentava efeitos colaterais sistêmicos que colocaram todo o sistema financeiro em perigo.

Em primeiro lugar, em nenhuma parte da longa cadeia de securitização se encontrava um empregado de banco responsável por empréstimos ao estilo antigo, peneirando os candidatos para se certificar de que tinham condições de pagar o empréstimo solicitado e monitorando o seu comportamento. E em segundo lugar, disseminou-se uma cultura interna que mais parecia com uma casa de máquinas do que com um banco de Wall Street. Funcionários eram obrigados a cumprir metas exigentes em termos de volume de concessão inicial de empréstimos (CASSIDY, 2011).

O princípio da securitização seria um princípio correto, desde que os compradores dos títulos pudessem avaliar com precisão os riscos inerentes aos papéis. O problema é que com a securitização, os bancos tinham o estímulo de vender títulos garantidos por hipotecas e descarregar, o mais rápido possível, as hipotecas. Quanto mais eles vendiam, menos riscos eles corriam de não receber dos mutuários e mais dinheiro eles ganhavam, que serviam para fazer mais empréstimos. Segundo Roubini e Mihm (2010, p. 76):

Infelizmente, como o banco não precisa mais encarar as consequências de fazer um empréstimo ruim, ele tem pouco incentivo para avaliar adequadamente o risco das hipotecas que ele mesmo origina. Quando “originar e manter em carteira” torna-se “originar e distribuir”, uma hipoteca pode é passada adiante como uma batata quente.

Antes da securitização, os bancos mantinham em seus balanços as hipotecas, que duravam décadas para serem pagas pelos mutuários. E isso os davam todos os incentivos para que os empréstimos concedidos fossem altamente avaliados, pois os emprestadores queriam diminuir o risco de inadimplência. Com a securitização, os corretores de hipotecas, os avaliadores dos imóveis hipotecados, os bancos comuns,

os bancos de investimento e as instituições semipúblicas, como a Fannie Mae e a Freddie Mac, tinham pouco incentivo para submeter os candidatos a mutuários a uma avaliação cuidadosa. E isso deu margens para os chamados “empréstimos de mentiroso”, onde os mais notórios de todos eram os empréstimos “NINJA” [No Income, No Job (and no Assets)], nos quais os tomadores não tinham nenhuma renda, nenhum emprego e nenhum ativo (ROUBINI; MIHM, 2010).

Na verdade, essa falta de incentivo em avaliar de uma forma cuidadosa os candidatos a mutuários, se transformou em incentivo para que as instituições financeiras se transformassem em empresas que se preocupavam em bater metas cada vez maiores de novos empréstimos. Quando ia chegando o final do mês, os funcionários trabalhavam freneticamente ao telefone para alcançá-las, pouco importando saber se os candidatos tinham condições de cumprir os compromissos assumidos. Os funcionários que tinham melhor desempenho recebiam generosos bônus. Não havia critério algum na qualidade dos empréstimos, a maior preocupação, era que os empréstimos originados fossem vendidos a Wall Street. (CASSIDY; 2011).

Em proporção inversa, enquanto a securitização crescia, a qualidade dos empréstimos, e dos títulos lastreados nesses empréstimos, diminuía vertiginosamente. E isso era fácil de entender: os bancos ou as empresas que originavam os valores mobiliários tinham pouco incentivo para confirmar, com a supervisão e diligência necessária, se os empréstimos seriam pagos. Os bancos de investimento, que eram os “puxadores” da securitização, também não faziam a lição de casa, não avaliavam os empréstimos, apenas queriam vender os empréstimos empacotados e tirá-los de seus balanços (ROUBINI; MIHM, 2010).

Na teoria, as agências de classificação de risco – Moody’s, Fitch, Standard & Poor’s – deveriam ter dado o alerta de que os títulos eram cada vez mais de baixa qualidade. “Mas depender das agências de classificação de risco é depender da raposa para tomar conta do galinheiro: elas tinham todo o interesse em dar altas notas aos títulos que avaliavam” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 77).

Havia um conflito de interesse no trabalho realizado pelas agências de classificação de risco. Elas eram pagas pelas próprias empresas que avaliavam e tinham todo o interesse em agradar os seus clientes: uma avaliação positiva significava uma boa

comissão da própria empresa que estava sendo avaliada e uma promessa de novos negócios; já uma avaliação realista, significava a perda da comissão e dos negócios futuros.

Com o crescimento da securitização, o setor de classificação foi aquecido com a nova demanda gerada pelos títulos novos, como, por exemplo, os RMBS e os CDOs, que precisavam do selo de garantia das agências de classificação. E para classificar esses títulos, as agências cobravam altas taxas, porque eles eram mais complicados que os títulos mais convencionais: “o preço da classificação de um RMBS de US\$ 100 milhões era três a quatro vezes o preço da classificação de uma obrigação municipal – cerca de US\$ 30 mil a 40 mil contra cerca de US\$ 10 mil” (CASSIDY, 2011, p. 269).

À medida que o mercado desses títulos crescia, a classificação deles se tornou a principal fonte de renda das agências de classificação: “Em 2005, de acordo com o *New York Times*, elas foram responsáveis por mais de 40% da receita da Moody’s” (CASSIDY, 2011, p.269). “Na véspera da crise, mais da metade dos lucros das agências de classificação de risco vinha da concessão do conceito AAA, nem sempre merecido, a exóticos produtos financeiros estruturados” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 77).

A concorrência entre as agências de classificação também contribuiu para que a qualidade das notas dadas aos títulos pelas agências diminuísse:

Enquanto o boom das hipotecas subprime prosseguia, os banqueiros de investimentos jogavam uma empresa de classificação contra a outra, procurando conseguir a pontuação mais favorável. Se os analistas da Moody’s não vissem com bons olhos uma determinada securitização, o banqueiro encarregado da oferta chamava seus concorrentes da S&P ou da Fitch e convidava-os para dar uma olhada (CASSIDY, 2011, p. 269).

Com os incentivos dos maiores lucros e a concorrência acirrada no setor de classificação, as agências de classificação de risco deixaram de proteger os investidores e tornaram-se uma organização voltada para o mercado. O objetivo passara a ser a maximização dos lucros e não a análise fiel de quão ariscado era cada título.

Nessa conjectura, a securitização foi se desenvolvendo e transformando as instituições financeiras em jogadoras de “ping-pong”, onde a responsabilidade de avaliar os empréstimos e os riscos de crédito eram as bolas, que eram passadas de um

lado para outro da “mesa financeira” com a única preocupação de que elas não caíssem do lado de cá da mesa.

3.3. O Risco moral causado pelo sistema de bonificações

Roubini e Mihm (2010, p. 79-80), definem risco moral como sendo:

a disposição de uma pessoa para assumir riscos – particularmente riscos excessivos – que ela normalmente evitaria, só porque sabe que outra pessoa arcará com as consequências negativas decorrentes de suas decisões ou salvará aqueles que assumiram esses riscos excessivos. Por exemplo, uma pessoa com seguro contra roubo de automóvel fica mais disposta a estacionar seu carro em local onde ele poderia ser roubado – ou deixar de tomar as precauções necessárias, como comprar uma barra antirroubo – do que alguém que não tenha seguro. O dono do carro sabe que a companhia de seguro cobrirá a perda; o problema cairá nas costas de outrem.

A princípio, o risco moral esteve presente nessa crise de duas formas: não punindo os agentes financeiros irresponsáveis que agiam realizando empréstimos sem maiores seguranças e incentivando a quantidade e não a qualidade dos empréstimos através de bonificações anuais cada vez maiores.

Tome como exemplo um corretor hipotecário que realizava um empréstimo *subprime*, depois que o empréstimo estivesse realizado ele recebia sua comissão e não tinha mais responsabilidade alguma sobre o negócio realizado, na hora em que ele poderia “barrar” o empréstimo, por falta de comprovantes de renda ou por falta de entrada, por exemplo, ele dificilmente o fazia porque caía em um dilema: *eu barro o empréstimo e perco a comissão ou eu aprovo o empréstimo, garanto a comissão e, caso ele fracasse, a empresa e não eu, sofre as consequências?*

Frank Partnoy, professor de direito e finanças da Universidade da Califórnia, refez e respondeu esse dilema da seguinte maneira:

Você poderia ganhar um extra de US\$ 2 milhões por ano, ou US\$ 10 milhões por ano, colocando uma instituição financeira em risco. Alguém paga a conta. Você não paga a conta. Você faria essa aposta? A maioria em Wall Street diria: “claro, eu faço essa aposta” (INSIDE JOB, 2010).

Aí se encontra o risco moral, nessas “pequenas” decisões do dia a dia dos funcionários que não tinham que seguir um padrão para fazer empréstimo e muito

menos arcar com qualquer responsabilidade sobre suas decisões. Aprovar ou não um empréstimo, na maioria das vezes restringia-se a: “abrir mão ou não das comissões”.

Através desse dilema, o risco moral foi enormemente difundido na indústria de serviços financeiros: um corretor que, digamos, fazia enormes apostas em alguns CDOs era regamente recompensado se eles dessem certo, mas raramente era punido se eles fracassassem. Mesmo quando era despedido, ele recebia o saldo de todas as comissões que tinha acumulado ao longo do ano. A consequência de suas decisões tornava-se um problema da empresa na qual ele era empregado e não dele mesmo (ROUBINI; MIHM, 2010).

Havia um enorme incentivo para a realização de mais e mais empréstimos, independente de sua qualidade, pois além de não ter responsabilidade alguma se eles dessem errado, eles ainda garantiam uma enorme comissão no fim do ano através do sistema de bonificações, quanto mais empréstimos concedidos, maior o valor do bônus no final do ano.

Em vez de simplesmente pagarem salários aos seus funcionários, as empresas financeiras recompensavam os seus empregados com um sistema de bônus anuais que ao longo dos anos passou a pagar somas cada vez maiores. Os cinco maiores bancos de investimento dos E.U.A – Goldman Sachs, J. P. Morgan, Merrill Lynch, Lehman Brothers e Bear Stearns – pagaram em 2005, 25 bilhões de dólares em bônus, em 2006, pagaram 36 bilhões de dólares e em 2007, pagaram 38 bilhões de dólares (ROUBINI; MIHM, 2010).

Mais importante: a relação entre os bônus e o salário básico disparou. Em 2006, por exemplo, a média dos bônus representou 60% da remuneração total dos cinco maiores bancos de investimento. Em alguns casos, o valor foi mais elevado: bônus de dez ou doze vezes o salário básico tornaram-se padrão em muitas das empresas no núcleo da crise. Mesmo depois de terem sido socorridas pelo governo, muitas dessas empresas continuaram a pagar bônus (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 80-81).

As pessoas tendem a se comprometerem com despesas de acordo com as suas receitas, se elas passam a ganhar mais, elas passam a gastar mais também. E com o sistema de bonificações anuais, os empregados dessas empresas passaram a gastar mais por causa das bonificações recebidas e, por esse motivo, passaram a depender cada vez mais das bonificações para cobrirem suas dívidas. E isso fazia com que os empregados

dessas firmas colocassem seus interesses, as bonificações, em primeiro lugar em detrimento dos interesses das empresas.

Os diretores e chefes dessas empresas deveriam estar supervisionando a má qualidade dos empréstimos realizados e tomando providências para tentarem coibir a prática deles. Porém, na verdade, eles tinham muito incentivo para fazer o oposto. Se a realização desses empréstimos “enchia os seus bolsos”, era exatamente o que eles queriam que fizessem. A tabela abaixo mostra que no ano de 2006, a quantidade de empréstimos realizados, era de interesse dos diretores executivos, pois eles também recebiam “gordas” bonificações em dinheiro.

Tabela 7 – Valores pagos aos diretores executivos em 2006 (em UU\$ milhões)

DIRETORES EXECUTIVOS	EMPRESA	VALORES RECEBIDOS	BÔNUS EM DINHEIRO
James E. Cayne	Bear Stearns	33,85	17,10
Richard S. Fuld Jr.	Lehman Brothers	40,50	6,25
Lloyd C. Blankfein	Goldman Sachs	54,72	27,20
Stanley O'Neal	Merril Lynch	48,00	-
Charles Prince	Citigroup	25,98	13,20
Kenneth Lewis	Bank of America	27,80	6,50

Fonte: Elaboração própria com dados de Cassidy (2011, p. 295-296).

Veja que Lloyd C. Blankfein, diretor executivo do Goldman Sachs, ganhou apenas em 2006 mais de 27 milhões de dólares em dinheiro. Isso era mais que um incentivo para ele estimular os funcionários da empresa a conceder cada vez mais empréstimos e não a instruí-los a serem mais criteriosos nos consentimento dos empréstimos realizados.

Esse sistema de bonificações anuais premiava os lucros a curto prazo e estimulava operações de risco por toda a cadeia do sistema financeiro ao longo prazo. O maior exemplo disso foi a AIG que através da sua divisão de Londres, a “AIG Financial Products”, emitiu US\$ 500 bilhões de *credit default swaps*, muito deles para CDOs lastreados em hipotecas *subprime*. Os 400 empregados da AIG ganharam US\$ 3,5 bilhões entre 2000 e 2007. Joseph Cassano, chefe da AIG-FP, ganhou pessoalmente US\$ 315 milhões. (INSIDE JOB, 2010).

Esses *credit default swaps* funcionam como uma apólice de seguro para os investidores que possuíam CDOs e, como foi dito no início desse capítulo, tornaram-se uma das fontes mais importantes do chamado “risco sistêmico” – perigos que ameaçam

o sistema financeiro por inteiro. Um investidor, por exemplo, que comprava um CDO e queria se assegurar do risco de inadimplência deste, pagava a AIG um prêmio e, caso o CDO desse calote, a AIG pagava ao investidor suas perdas.

Com os seguros feitos através dos *credit default swaps*, o risco moral foi altamente difundido pelo sistema financeiro, pois ao contrário de um seguro normal, os especuladores também poderiam comprar os *credit default swaps* da AIG para apostarem contra os CDOs que eles não possuíam. E foi exatamente isso que o Goldman Sachs fez ao final de 2006, quando não apenas vendia CDOs tóxicos, mas também apostava ativamente contra eles. Ao mesmo tempo em que diziam aos seus clientes que eram investimento de alta qualidade, compravam *credit default swaps* da AIG contra eles. No total comprou 22 bilhões em *Swaps* da AIG. Morgan Staley também apostou contra os CDOs e foi processado pelo fundo de aposentadoria do Governo. (INSIDE JOB, 2010).

A curto prazo, os *Swaps* da AIG renderam enormes somas de dinheiro e bônus, mas o inevitável aconteceu a longo prazo porque os *credit default swaps* não eram regulamentados e a AIG não separou recursos para cobrir eventuais perdas, que chegaram com o aumento da inadimplência das hipotecas e o conseqüente aumento das cobranças dos detentores dos *credit default swaps* dos CDOs, lastreados nas hipotecas, que batiam a porta da AIG querendo que ela honrasse o compromisso assumido em cobrir os calotes dos CDOs. Essas cobranças quase sucumbiram a AIG.

“Nesse caso, as ações de um pequeno grupo de empregados sediados em Londres puseram a empresa de joelhos, e com ela, todo o restante do sistema financeiro mundial” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 82). O colapso da AIG se tornou o maior exemplo dos perigos do risco moral.

Em teoria, esse surto de risco moral poderia ter sido evitado. Entretanto, não o foi. Por quê? A resposta está no que os economistas chamam de “problema do agente-principal”. Em empresas capitalistas de grande escala é necessário que o “principal” (os acionistas ou o conselho diretor) contratem outras pessoas como os gerentes (os “agentes”) para executar suas ordens e “cuidar da loja”. Infelizmente, os agentes sempre estão mais a par do que acontece do que o principal, e podem colocar seus interesses em primeiro lugar, com efeitos destrutivos (ROUBINI; MIHM, 2010, p.81).

Na verdade, os verdadeiros donos das empresas, os acionistas, deveriam ser capazes de impedir o surto do agente-principal, pois estão no topo da pirâmide. Mas

eles não são oniscientes: não têm como ver tudo o que acontece abaixo deles e acabam sendo vítimas do problema de informações assimétricas, onde sabem menos que os seus subordinados.

Além do mais, as instituições financeiras, diferente de outras instituições, têm muita dependência de dinheiro emprestado para financiarem suas operações e os acionistas não colocam muito dinheiro do próprio bolso na instituição para financiarem as operações diárias. Suas posições na empresa não são muito vultosas e correr grandes riscos em busca de altos lucros pode ser um bom negócio. Em outras palavras, os acionistas não tinham muito incentivos para controlarem os agentes imprudentes para se afastarem dos riscos. Pelo contrário:

se esses riscos dão lucro, os acionistas ganham muito. Se dão prejuízo, os acionistas podem terminar perdendo suas pequenas posições na companhia. É certo que isso é má notícia, mas, comparado com os ganhos auferidos ao jogarem com o dinheiro dos outros, é um risco que vale a pena assumir. Assim, acionistas com pouco dinheiro na aposta faziam investimentos com alto potencial de lucro – para escapar da insolvência e da baixa probabilidade de êxito (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 82).

Mas se os acionistas, que são o último elo da corrente da empresa, não têm muito incentivo para afastar suas empresas do risco moral, quem tem? A resposta correta seria: as pessoas que emprestam dinheiro às instituições financeiras para financiarem suas operações. Porque elas podem perder tudo caso o dinheiro seja mal aplicado. Todavia, Roubini e Mihm (2010, p. 82) esclarecem que:

Infelizmente, esse é mais um exemplo da lei das consequências não premeditadas. Fundos emprestados à maioria dos bancos comuns chegam na forma de depósitos. Entretanto, a maioria dos depósitos está protegida pelo seguro de depósito. Em outras palavras, mesmo que o banco faça apostas temerárias com o dinheiro em caixa, os depositantes podem dormir tranquilamente, por saberem que o seguro dos depósitos os reembolsará. Isso inibe a abertura de qualquer processo para punir o banco pelas decisões equivocadas.

Roubini e Mihm (2010), acrescentam ainda que se as instituições financeiras não estiverem cobertas pelo seguro de depósito e se a situação complicar, aparecerá um emprestador de última instância para salvar a pátria, como na crise recente, quando o Federal Reserve disponibilizou níveis de liquidez sem precedentes para instituições como bancos de investimentos e outras que estavam fora da cobertura do seguro de depósito.

O fato de existir um prestador de última instância sempre disposto a salvar as empresas, quando elas deveriam se responsabilizar pelos seus investimentos imprudentes e arriscados, eleva o risco moral e difunde a noção para as empresas financeiras que elas podem fazer qualquer negócio arriscado em nome do lucro porque, se algo der errado, o banco central fará com que no final tudo dê certo.

O argumento utilizado pelos bancos centrais é que as empresas do tipo “to big to fail”, grandes demais para quebrar, devem ser salvas porque a sua falência causaria um abalo na confiança do sistema e um impacto muito destrutivo na economia. Porém, o problema dos salvamentos e a consequente elevação do risco moral é que o salvamento de prestadores e devedores imprudentes pode levar a um comportamento ainda mais irresponsável no futuro.

3.4. Instituições financeiras não regulamentadas

Para Roubini e Mihm (2010, p. 89): “O sistema bancário paralelo consiste em instituições financeiras que parecem bancos, agem como bancos, tomam emprestado e emprestam como bancos, mas – e aqui está a parte importante – não são regulamentadas como bancos.” E isso incorre em não ter acesso ao prestador de última instância e não ter seus depósitos protegidos pelo seguro de depósito. E em uma crise financeira isso faz toda a diferença. Vejamos o porquê.

Krugman (2009, p. 166), explica que:

Desde os tempos dos ovires empreendedores até o presente, a (sic) atributo básico dos bancos é a promessa de disponibilidade imediata do dinheiro para os clientes depositantes, mesmo quando os banqueiros investem boa parte desse dinheiro em ativos que não oferecem liquidez imediata. Qualquer instituição ou esquema que faça isso é banco.

Em geral, os bancos captam dinheiro emprestado a curto prazo sob a forma de depósitos e a promessa de disponibilidade imediata do dinheiro é que atrai as pessoas a guardarem seus recursos financeiros nos bancos. Os depósitos são o passivo dos bancos e os depositantes podem resgatá-los a qualquer momento.

Em uma de suas funções, o banco deve guardar o dinheiro do depositante como se fosse um cofre. Porém, diferente de um cofre comum, o banco não deixa o dinheiro guardado esperando a necessidade e o resgate do dono: ele o empresta na forma de financiamentos de carros, créditos estudantis, hipotecas, empréstimos a empresas e outras formas de investimento a longo prazo.

Em outras palavras, eles tomam emprestados os depósitos, concedem empréstimos e obtêm lucro por meio dos juros que cobram. Entretanto, há uma dificuldade: enquanto os passivos do banco são líquidos (eles têm a forma de depósitos); os ativos do banco são ilíquidos (estão empatados em terrenos, equipamentos e outros, que não se podem transformar imediatamente em dinheiro) Roubini e Mihm (2010, p. 90).

Essa diferença de captar recursos líquidos a curto prazo e empregar em ativos ilíquidos a longo prazo, torna a atividade bancária um tanto arriscada, já que o banco não terá dinheiro para reembolsar os depositantes caso todos eles queiram de uma só vez sacar o seu dinheiro. Em tempos normais isso é improvável que aconteça, mas em tempos de crise, é exatamente o que pode ocorrer, uma corrida aos bancos, como aconteceu na Grande Depressão e em outras épocas anteriores.

A história do sistema financeiro dos Estados Unidos antes da Grande Depressão está pontilhada de “pânicos”: o Pânico de 1873, o Pânico de 1907, e assim por diante. Esses pânicos eram, em boa parte, uma série contagiosa de corridas aos bancos, em que o colapso de cada banco solapava a confiança em outros, levando as instituições financeiras a desabarem como peças de dominó (KRUGMAN, 2009, p. 163).

Krugman (2009), explica que, em uma corrida bancária, surgem rumores – talvez verdadeiros, talvez falsos – de que os investimentos do banco não deram certo e de que o banco não teria mais dinheiro suficiente para devolver a todos os depositantes. Os rumores provocam uma corrida dos depositantes para tirarem o dinheiro do banco o mais rápido possível, antes que tudo esteja perdido. E que muitas vezes essas corridas quebram os bancos, mesmo que os rumores sejam originais ou falsos.

O banco tem sempre a opção de vender seus ativos para recuperar o dinheiro e pagar os depositantes. Mas, infelizmente, em uma corrida como essa, todo o sistema bancário é afetado e todos os bancos tentam fazer a mesma coisa e isso gera um aumento na oferta de ativos em relação a demanda, o que faz com que os ganhos obtidos com essas vendas gerem lucros bem abaixo do esperado em uma época normal e

isso faz com que os bancos passem de líquidos para insolventes²³ em um “pisar de olhos”.

Às vezes, essa fatalidade é merecida, pois os ativos do banco jamais poderiam satisfazer as retiradas dos depositantes, qualquer que seja o preço pelo qual eles pudessem ser vendidos. Mas em muitos outros casos o banco ainda está solvente e apenas fez investimentos ilíquidos. Consequentemente, seu passível de curto prazo supera seus ativos líquidos. Durante a Grande Depressão, bancos faliram por ambas as razões. Alguns nunca poderiam cumprir suas obrigações para com os depositantes, mesmo que não houvesse um pânico bancário. Outros poderiam cumprir suas obrigações se obtivessem ajuda (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 90-91).

É em uma situação dessas que é importante o seguro de depósitos para garantir aos depositantes que eles receberão seu dinheiro mesmo que o banco esteja ilíquido ou até mesmo insolvente. E se, mesmo com o seguro, a situação sair do controle, o prestador de última instância pode socorrer os bancos emprestando dinheiro a eles o mais rápido possível para interromper a corrida bancária e evitar que eles tenham que liquidar seus ativos a qualquer preço.

Ou seja, os bancos que são regulamentados têm essas duas ferramentas contra uma corrida bancária: o suporte do seguro de depósito e o apoio do prestador de última instância. O que quer dizer que fazer parte do sistema bancário regulamentado é vantajoso. Certo? A resposta correta é sim, porém essas vantagens têm o seu custo: os bancos “precisam manter reservas líquidas, dispor de capital substancial e ainda pagar as despesas do sistema de garantia de depósito” (KRUGMAN, 2009, p. 167).

Em troca da proteção para evitar o risco moral e uma corrida aos bancos, os bancos abdicam de parte de sua autonomia e se submetem à regulamentação e à supervisão na forma de controles sobre sua liquidez, alavancagem e capital, os quais, necessariamente, implicam limitações em seu potencial de lucros (ROUBINI; MIHM, 2010).

Essas limitações no potencial de lucros do setor financeiro em detrimento a estabilidade e a segurança, fez com que muitas instituições buscassem aumentar cada vez mais os lucros e deixassem de lado as prevenções necessárias para se ter um sistema

²³ É quando uma empresa é incapaz de saldar seus débitos nos prazos contratuais estabelecidos (SANDONI, 1999, p. 233).

bancário sólido e confiável. Roubini e Mihm (2010, p. 92), revelam quanto à atividade bancária que:

Um número crescente de pessoas que entraram nesse setor a partir da década de 1980 percebia que havia muito dinheiro a ganhar, desde que se estivesse disposto a andar na corda bamba bancária sem a proteção de uma rede de segurança. Em outras palavras, elas viram que havia meios de agir como bancos livres de regulamentação, mas também livres da proteção concedida aos bancos comuns. Assim começou um Jogo de “arbitragem regulatória”, a evasão internacional da regulamentação em busca de lucros mais elevados. Essa procura deu origem aos bancos paralelos.

Esses bancos eram em sua maioria os veículos de investimento estruturados ou SIV, que eram as mesmas coisas que os veículos de finalidade específica (*special purpose vehicle – SPV*)²⁴, e os *conduits*, que financiavam suas atividades com empréstimos de curto prazo com juros baixos, mediante a emissão de *commercial papers* (notas promissórias lastreadas em ativos), e emitiam ativos de longo prazo cobrando juros maiores.

O crescimento do sistema bancário paralelo foi tão grande que seus ativos quase ficaram do tamanho dos ativos dos bancos convencionais dos Estados Unidos. Esse crescimento chamou a atenção do presidente do Banco Central de Nova York, que discursou no Clube de Economia de Nova York as seguintes palavras:

Esse sistema financeiro não bancário tornou-se muito grande, em especial nos mercados de dinheiro e de financiamento. No começo de 2007, [novos instrumentos financeiros exóticos como] “asset-backed commercial paper conduits”, “structured investment vehicles”, “auction-rate preferred securities”, “tender option bonds” e “variable rate demand notes”, perfaziam, em conjunto US\$2,2 trilhões. Os ativos dos fundos de hedge chegavam a cerca de US\$1,8 trilhão. Os balanços patrimoniais combinados dos cinco grandes bancos de investimentos totalizavam US\$ 4 trilhões. Em comparação, os ativos totais das cinco principais empresas controladoras de bancos nos Estados Unidos na mesma época eram de apenas US\$6 trilhões e os ativos totais de todo o sistema bancário situavam-se em torno de US\$10 trilhões. Geithner (2008, apud KRUGMAN, 2009, p. 169).

Esses bancos, além de não terem a proteção do seguro de depósito e acesso ao prestador de última instância, trabalhavam com descasamento de vencimentos, ou seja, eles tomavam emprestado a curto prazo, no mercado líquido, e depois investiam em ativos ilíquidos a longo prazo e “andavam” sempre altamente alavancados.

²⁴ Já explicado no tópico anterior da securitização.

3.5. Alavancagem

Pode-se dizer que alavancagem é a consequência de uma operação onde o banco (ou um investidor), através de instrumentos financeiros ou recursos de terceiros, investe mais do que os seus próprios recursos lhe permitiria em uma aplicação financeira, visando potencializar o retorno desse investimento. Como resultado, a alavancagem aumenta também os riscos, ampliando, portanto, os ganhos ou as perdas.

Vamos supor, por exemplo, que um investidor qualquer acredite veemente na ideia de que as ações da Petrobrás irão subir porque o pré-sal começará a ser explorado. Então, ele resolve comprar R\$ 1 milhão em ações da empresa, apenas com recursos próprios. Se o pré-sal começar realmente a ser explorado e a aposta dele estiver correta, o preço das ações irá subir. Digamos que o preço das ações suba em torno de 10% e o investidor finalize, vendendo suas ações, o seu negócio. O retorno obtido seria de 100 mil reais. Porém, supondo agora que o governo adie a exploração do pré-sal e frustrar as expectativas dos investidores e o preço das ações despenque em 10%, o investidor, após finalizar sua posição no mercado, teria um prejuízo de 100 mil reais.

Vamos supor agora, ainda no exemplo acima, que a confiança do investidor seja tamanha que ele além de comprar R\$ 1 milhão em ações da empresa tome R\$ 9 milhões emprestado no banco para alavancar o seu negócio, de forma que o seu investimento passe a ser de R\$ 10 milhões em ações da Petrobrás (uma alavancagem na proporção de 10 para 1 ou 10/1). Novamente, se o pré-sal começar a ser explorado e aumentar a procura das ações de forma que o preço delas suba em 10%, após vender suas ações para finalizar seu negócio, o investidor irá se deparar com montante de R\$ 11 milhões, pagará R\$ 9 milhões ao banco e terá um lucro de R\$ 1 milhão de reais. Note que sem a alavancagem, o lucro foi de R\$ 100 mil e com a alavancagem o lucro passou para a ser de R\$ 1 milhão, o seu capital inicial aumentou em 100%, ou seja, dobrou. Contudo, se a exploração do pré-sal não iniciar e isso frustrar os investidores e despencar a procura pelas ações, de modo que o preço caia em 10%, o investidor, após vender suas ações, terá em caixa a quantia de R\$ 9 milhões. Como ele tem que pagar o empréstimo ao banco, a quantia exata de R\$ 9 milhões, ele não ficará com nada ao final do negócio, seu capital inicial virará pó.

Com o exemplo acima é possível perceber que a alavancagem é uma faca de dois gumes, pode duplicar o retorno de um investimento ou pode levar o investidor à falência.

Blanchard (2011, apud SILVA, 2011, p. 25) afirma que uma grande alavancagem representa perspectivas de maiores lucros, contudo, aumentam-se os riscos. Quando intermediários financeiros possuem muito capital, e em consequência baixa alavancagem, eles podem absorver perdas sem que cheguem a falir. Todavia, quando possuem pouco capital, comparado a seus ativos, e estão demasiadamente alavancados, até pequenas perdas podem levá-los à falência.

Minsky captou uma verdade essencial: que uma dada economia se tornaria mais vulnerável a entrar em colapso se seus diversos agentes recorressem cada vez mais a empréstimos para financiar suas atividades. Ele acreditava que, quanto maior a dependência de endividamento e alavancagem, mais frágil seria o sistema financeiro (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 95).

E quanto a isso, os Estados Unidos, o berço da crise financeira de 2008, demonstraram através de dívidas cada vez maiores em todos os setores que não estavam se preocupando com uma suposta fragilidade do seu setor financeiro, já que aumentaram em cerca de 50% a proporção de alavancagem dos bancos de 1960 a 1974 e acelerou esse processo ainda mais a partir de 1980, onde, em 1981, a dívida do setor privado dos Estados Unidos, incluindo o endividamento das famílias, das instituições financeiras e outras corporações que constituem o setor privado, representava 123% do Produto Interno Bruto (PIB); no fim de 2008, ela havia disparado para 290% (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 96).

A dívida disparou em todas as partes do setor privado. O setor corporativo foi o mais prudente: suas dívidas cresceram de 53% para 76% do PIB. As famílias mostraram menos comedimento. Em 1981, a dívida das famílias nos Estados Unidos representava 48% do PIB; em 2007 ela estava em 100%. Vista por outro ângulo, a dívida familiar em relação à renda familiar pulou de 65%, em 1981, para altíssimos 135% em 2008. Grande parte dessa dívida veio em forma de alavancagem no setor imobiliário, pois as famílias passaram a comprar casas cada vez mais caras com cada vez menos dos seus recursos próprios (ROUBINI; MIHM, 2010, p.96).

O gráfico da página seguinte mostra esse quadro de uma forma mais palpável.

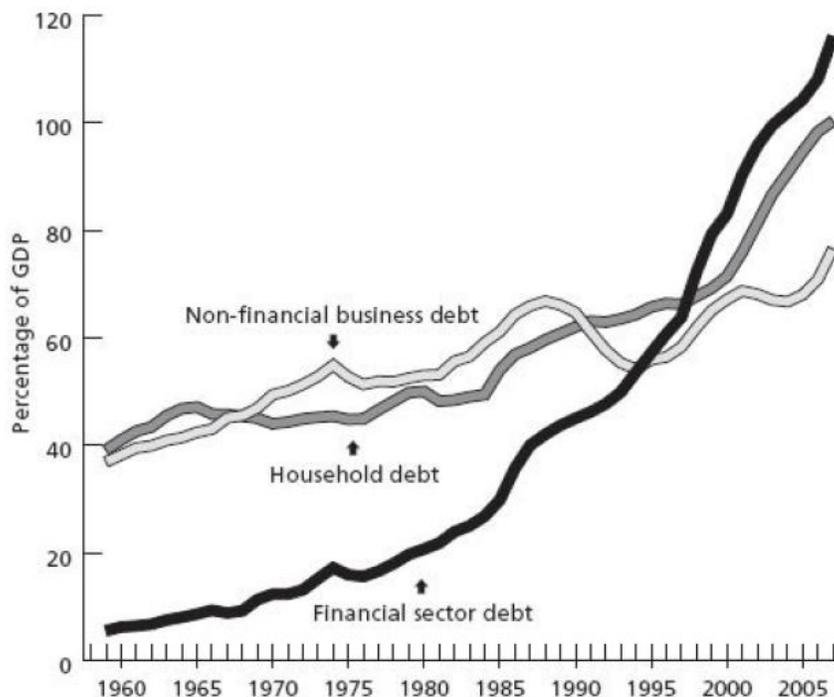


Gráfico 7 – Dívida Privada em Percentagem do PIB

Fonte: Foster e Magdoff (2008, apud DOWBOR, 2009, p. 8).

Apesar do visível crescimento da dívida das famílias e das empresas durante esse período, foi o setor financeiro que aumentou de fato os seus gastos: entre 1960 e 2007, o setor financeiro cresceu sua dívida de menos de 10% do PIB para mais de 100%, ou seja, aumentou mais de dez vezes. Isso graças ao aumento da alavancagem, que como vimos na tabela 4 do capítulo 1, situada na página 28, os bancos tinham proporções de alavancagem de 33/1; 49/1; 53/1 e até mesmo exorbitantes 61/1.

Uma instituição financeira que está alavancada na proporção de 61/1 está altamente vulnerável, pois se seus ativos caírem apenas 1,6%, seu passível inteiro será comprometido e se ela não se endividar tomando dinheiro emprestado para refinaranciar suas operações acabará falindo.

Na realidade, não há nada de errado com a quebra de uma empresa, afinal de contas, não existe capitalismo sem falência e as empresas imprudentes devem ser punidas por suas atitudes irresponsáveis. O problema reside na quebra de várias empresas, pois a alavancagem é geral, umas mais alavancadas que outras, mas, em geral, todas operam altamente alavancadas e espalham o risco sistêmico por todo o sistema financeiro.

4. FOMENTANDO AS IDEIAS DE UM NOVO SISTEMA FINANCEIRO

Diante de muitas dificuldades financeiras e muitos pacotes de salvamento para a economia, a crise financeira mostrou que o processo de securitização é exagerado e que o sistema de bonificações é irresponsável. Mais ainda, ela deixou claro que há conflitos de interesses no trabalho realizado pelas agências de classificações de riscos; que as instituições financeiras não podem ser tão grandes a ponto de uma possível queda pôr em risco todo o sistema financeiro; que o risco moral foi enormemente difundido e que, na origem disso tudo, há falhas no sistema de supervisão e regulamentação existente. Porém, até o momento em que esta página foi escrita, não ocorreu nenhuma mudança significativa nos principais pontos fracos da arquitetura financeira dos Estados Unidos e da Europa que visasse tornar o sistema financeiro mais sólido, seguro e confiável.

Em comparação com outras crises, como por exemplo, a crise do Japão que passou mais de uma década para recuperar o crescimento econômico de outrora, essa crise foi considerada de curta duração. Ela surgiu em meados de 2007, se instalou e tornou evidentes as rachaduras nos pilares que sustentam o “prédio financeiro” em 2008 e 2009, fez um desmoronamento em muitas economias do globo e, na visão de muitos, foi embora sem deixar maiores estragos. Contudo, ela não causou muitas mudanças nas operações financeiras como se esperava que ocorresse após uma crise financeira dessa magnitude. Talvez devido ela ter sido de certa forma controlada logo de início e não ter causado as longas filas de desemprego e quantidade de falências que foram vistas na Grande Depressão. Como afirmam Roubini e Mihm (2010, p. 202):

Há uma ironia perversa em tudo isso. Se as autoridades monetárias não tivessem conseguido debelar a crise, como não conseguiram durante a Grande Depressão, os clamores pelas reformas seriam ensurdecedores: não há nada como onipresentes filas de distribuição de pão e 25% de desemprego para chamar a atenção dos congressistas. Mas como dessa vez o desastre foi administrado com mais competência, diminuiu o ímpeto por reformas mais profundas e estruturais do sistema financeiro. Em vez disso, os bancos sobreviventes estão pagando bônus recordes, apesar do fato de deverem suas existências à generosidade do governo.

Este capítulo não se propõe a apresentar as respostas exatas aos principais problemas estruturais do sistema financeiro vigente que causaram a crise financeira de 2007-2010. Mas tem o intuito de apresentar as melhores propostas possíveis para os

problemas estudados no capítulo anterior e assim fomentar ideias para a criação de uma nova estrutura, mais sólida e mais confiável, para os mercados financeiros internacionais.

E para tanto, começaremos discutindo o desmembramento das instituições financeiras “grandes demais para falirem”, pois é de suma importância que as empresas sintam-se de certa forma responsáveis por suas apostas arriscadas e que não contem com a ajuda do governo para livrá-las de uma falência sempre que elas precisarem porque elas não podem quebrar que colocaria todo o sistema financeiro em risco. Depois estudaremos as principais propostas para um novo sistema de bonificações e ideias para uma nova estrutura do sistema de securitização e, por último, discutiremos propostas para uma maior regulamentação.

Lembrando sempre que este trabalho não visa ter a resposta para todos os problemas existentes no sistema financeiro internacional, até porque são assuntos extremamente complicados de se discutir, mas é de suma importância nos voltamos para uma verdade crucial: os mesmo problemas que causaram a crise financeira que teve origem nos Estados Unidos, não só permanecem como, também, foram potencializados com o aumento das dívidas dos governos e a elevação do risco moral em decorrência do salvamento sem precedente às suas economias.

Mais ainda, os mesmos empresários e políticos que estruturaram o sistema financeiro vigente, saíram dessa crise impunes e sem perderem um centavo de suas fortunas construídas com o enfraquecimento desse sistema, enquanto que os contribuintes mais uma vez teve que pagar com a perda de seus empregos, suas casas e suas finanças. E mais uma coisa: esses mesmo empresários e políticos continuam no poder.

4.1. Desmembrar as empresas grandes demais para falirem

Quando chega em um momento de crise e uma megainstituição financeira chega à beira do abismo, o governo se depara com uma situação que merece, no mínimo, uma reflexão mais apurada sobre o assunto: por um lado, o governo pode

simplesmente deixar que as coisas sigam o que deveria ser o percurso natural de uma empresa que, digamos, não trabalhou com a segurança que deveria e por “méritos” próprios pode chegar à falência. Porém, por outro lado, essa decisão não é tão simples como parece, afinal de contas, a quebra de uma enorme instituição financeira pode ter como resultado um pânico geral dos correntistas e uma corrida desenfreada aos bancos.

Então, a resposta mais fácil de ser tomada é salvar a instituição imprudente e garantir que o pânico e a desconfiança no sistema bancário não sejam instaurados. Até porque, o dinheiro que é usado para salvar as megaempresas que estão à beira da falência é dos contribuintes e não dos “protetores dos banqueiros” que são responsáveis por tomar as decisões de salvar ou não o banco em crise. Quanto maior for a instituição, maior será também a garantia de que o governo irá salvá-la. Por esse motivo que, mesmo em meio à crise, as maiores instituições financeiras buscaram torna-se maiores.

O JPMorgan Chase absorveu o Bear Stearns e depois o Washington Mutual; o Bank of América absorveu o Countrywide e depois o Merrill Lynch; o Wells Fargo e o Citigroup lutaram para ver quem teria o direito de engolir o Wachovia, um banco enorme, mas insolvente. Por que isso? A interpretação cínica é que as duas empresas perceberam que quem adquirisse o Wachovia (o Wells Fargo finalmente triunfou) seria considerado um risco ainda maior para o sistema financeiro, e assim poderia obter mais tolerância (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 244).

Roubini e Mihm (2010, p. 244), acrescentam ainda que: “Agora estamos no pior dos mundos, onde muitas instituições grandes demais para falir foram salvas, e esperam ser salvas em quaisquer crises futuras”. E o pior é que muitas dessas instituições voltaram, enquanto se mantêm sob o guarda-chuva protetor de diversos programas do governo, a operarem com estratégias arriscadas guiadas por algoritmos projetados por seus corretores e que abrangem apostas complicadas em ações, obrigações, *commodities* e derivativos.

Isso tudo nos leva a uma reflexão: essas instituições existem para contribuir com o bom funcionamento da economia, em princípio tornando possível o deslocamento de recursos dos agentes econômicos superavitários (que ganham mais do que gastam) para os agentes econômicos deficitários (que gastam mais do que arrecadam) e posteriormente prestando outros tipos de serviços cada vez mais essenciais para economia. Diante desse papel social, reconhecemos que elas são realmente cruciais para o bom funcionamento da economia, afinal de contas, é de fundamental importância que o dinheiro circule e a economia seja o mais dinâmica possível. Agora, será que

essas megainstituições, esses supermercados financeiros difíceis de administrar por causa do seu tamanho, são realmente necessárias para o bom funcionamento da economia ou corporações com menor porte podem atender perfeitamente as necessidades do mercado?

Para as grandes instituições financeiras, os argumentos utilizados são de que graças à sua escala, elas podem oferecer “sinergias”, “eficiências” e outros benefícios. Argumentam ainda que, a economia global não podem funcionar sem elas e se não existissem a unificação de serviços que supermercados financeiros como o Citigroup oferecem o comércio mundial sofreria terrivelmente (ROUBINI; MIHM, 2010).

Para alguns, somente os grandes conglomerados podem oferecer esse tipo de mercado unificado de que as grandes empresas precisam para operar no século XXI. Isso também é risível. Nenhuma grande empresa opera somente com uma instituição. Por exemplo, as corporações que emitem obrigações no mercado internacional se apoiam em uma dúzia ou mais de bancos em vários países para financiar essas ofertas. É claro que um sistema global, formado por instituições financeiras menores e mais especializadas, pode atender melhor às necessidades até das maiores e mais sofisticadas corporações (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 247).

O que as instituições grandes demais para falirem fazem, as instituições menores também são capazes de fazer sem nenhuma perda de benefício. E mais, elas ainda levam algumas vantagens, pois são menores e, pelo menos teoricamente, mais fáceis de serem administradas e monitoradas pelas autoridades competentes e, o mais importante, elas não deixam o sistema financeiro à mercê de suas existências, cuja falência não incorrem em riscos sistêmicos tão grandes que possam pôr em risco toda a credibilidade do sistema financeiro.

Além do mais, qualquer instituição grande demais para falir que tenha sido salva tantas vezes pelo governo, como é o caso do Citigroup²⁵, não merece existir, deve ser desmembrada e lançada à própria sorte e responsabilidade.

Um início para uma nova organização do mercado financeiro internacional é, com certeza, desmembrar essas instituições grandes demais para falirem a um tamanho que elas passem a contar com a própria competência e não com a generosidade do governo sempre que elas precisarem.

²⁵ “Pode-se dizer que isso ocorreu quatro vezes: durante a Grande Depressão; como consequência da moratória do México, que devia muito dinheiro ao banco no início da década de 1980; depois do estouro da bolha imobiliária uma década mais tarde; e agora, como resultado da crise financeira recente” (ROUBINI; MIHM, 2010, p.248).

4.2. Ideias para resolver o problema das bonificações

Desmembrar as instituições grandes demais para falir é com certeza um bom início para a mudança, pois isso ajuda a diminuir o risco moral e o risco sistêmico ao mesmo tempo. Entretanto, apenas dividir empresas grandes (que suas falências atribuem risco ao sistema financeiro inteiro) em empresas menores (que se falirem o sistema pode “aguentar”) não é o suficiente, é um começo, mas é preciso também, no mesmo instante em que desmembram as grandes instituições, enfrentar o problema das bonificações que são uma das principais fontes de risco moral e origem de diversos investimentos arriscados que ao longo prazo submete a instituição ao prejuízo e, até mesmo, a insolvência.

Como explicado no capítulo anterior, o sistema de bonificações, através do problema do agente-principal, estimula as ações que premiam em curto prazo, mas expõem as instituições ao risco sistêmico ao longo prazo. Isso acontece devido ao modo como essas bonificações são pagas, porque se, digamos, um corretor fizer um investimento arriscado no início do ano, ele recebe a sua bonificação e não tem qualquer responsabilidade sobre o desfecho do investimento realizado por ele. Se, por uma hipótese, ao final do ano, esse investimento realizado pelo corretor, em vez de lucro, dá prejuízo, a instituição na qual ele trabalha é que arcará com o mau resultado do empréstimo realizado pelo corretor. No sistema de bonificações atual, o corretor que efetivou o investimento, que deu prejuízo para a empresa empregadora, não devolve nenhuma parte das bonificações recebidas. Isso serve de estímulo para a imprudência na análise dos investimentos.

Um novo modelo de bonificações que faça com que os “agentes” tenham um maior cuidado na hora de analisar um investimento deve ser discutido. Um sistema em que não haja estímulos às premiações de curto prazo e sim uma consciência maior nas consequências a longo prazo.

Uma primeira ideia para resolver o problema das bonificações, seria remunerar os corretores ou agentes com ações restritas da própria empresa e esperar que eles se preocupem com o bem-estar da empresa a longo prazo, já que ações restritas precisam ser mantidas durante certo tempo antes de serem negociadas. Contudo, Roubini e Mihm (2010, p. 206), fazem o alerta:

[...] na hipótese de os empregados de uma financeira ser remunerados com ações restritas da companhia, devem ser criadas condições que os obriguem essas ações por um espaço de tempo maior a negociar que o normal. Atualmente, as quarentenas duram, quando muito, alguns anos; elas deveriam ser estendidas. Os empregados deveriam ser proibidos de vender suas ações antes de se aposentar, ou, pelo menos, por uma década.

É um primeiro passo, mas não resolve a questão da impunidade aos empregados que em troca de bonificações analisa com “vista grossa” os riscos inerentes a certos negócios e põem em risco a estabilidade da empresa em longo prazo. Pagar os empregados com ações restritas não muda o costume existente, em que os empregados recebem bônus quando realizam muitos empréstimos, mas não são penalizados quando esses investimentos dão prejuízo para a empresa.

Um sistema de bônus coletivo poderia ser uma ideia a ser adotada para tentar mudar essa cultura de impunidade. Nele a firma poderia avaliar por um período maior, digamos três anos ou mais, os resultados dos negócios feitos pelos empregados e, ao final do período, remunerar seus funcionários de acordo com o desempenho dos negócios realizados por eles. Suponhamos que um corretor faça uma aposta arriscada que resulte em excelentes lucros em um ano e em prejuízos igualmente grandes no ano seguinte, então, as percas do segundo ano do investimento anula os ganhos do primeiro ano e, ao final da avaliação, o corretor não receberá nada. Diferente do sistema atual em que o corretor seria bem remunerado no primeiro ano e no ano seguinte não receberia nada (ROUBINI; MIHM, 2010).

Outra proposta interessante foi ditada por Raghuram Rajan²⁶, que recomendou que a empresa constituísse uma espécie de fundo onde fossem depositados os bônus dos empregados, com o intuito de que esses recursos permaneceriam guardados por vários anos e se o corretor gerasse perdas para a empresa, elas seriam subtraídas de sua conta bônus. “É o sistema de “*bônus-malus*”, no qual os bônus podem ser devolvidos e anulados, de acordo com o desempenho do corretor a longo prazo” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 207).

É claro que quanto mais tempo os bônus forem retidos, mais cautelosos os corretores serão ao assumirem riscos que possam comprometer a remuneração a longo prazo. Contudo, Roubini e Mihm (2010, p. 207), dão a dica: “Esse tipo de sistema funciona melhor se aplicado individualmente. Infelizmente, os bônus costumam ser

²⁶ Economista do Fundo Monetário Internacional.

calculados em níveis institucionais, com a participação de todos no resultado quando a aposta dá certo”.

Os autores de “A economia das crises” ainda propõem uma quarta solução para a questão das remunerações:

(...) não remunerar os corretores apenas com dinheiro e ações, mas com os mesmo títulos esotéricos que eles inventam em seus laboratórios. Em outras palavras, os corretores e os banqueiros ganham bônus, mas eles vêm de uma forma específica: uma pequena tranche, digamos, daquele CDO que eles ajudaram a criar. Se os corretores inventam títulos podres, que sejam pagos com estes. A ideia aqui é que se os corretores tiverem de comer seus bônus, eles serão um pouco mais cuidadosos com o tempero que irão utilizar (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 207).

Poderia surgir uma quinta proposta que incluísse todas essas idéias, ou uma sexta ou até mais propostas para tentar coibir os incentivos gerados através das bonificações e a falta de punição aos corretores irresponsáveis que, visando suas remunerações, agem com pouca ou nenhuma diligência na hora da avaliação dos empréstimos.

Seja qual for a medida adotada, uma coisa é certa: ela deve ser tomada para todas as empresas, no intuito de evitar que, caso uma empresa adote um novo sistema de remuneração e as demais permaneçam atuando do mesmo modo que atuam hoje, evitar a migração dos funcionários para as empresas que usam o sistema de bonificações vigente.

4.3. Ideias para resolver o problema da securitização

Como vimos no segundo capítulo, muitos dos problemas existentes no sistema financeiro vigente, que foram surgindo ao longo dos anos, mas que vieram à tona apenas com a eclosão da crise recente, são devidos ao sistema de securitização existente, onde a responsabilidade dos empréstimos é passada de uma instituição financeira para outra como se fosse uma “batata quente”.

Não basta resolver o problema dos incentivos existentes dentro das companhias financeiras com o sistema de bonificações, é de fundamental importância

que esse sistema de securitização, chamado “originar e distribuir”, seja modificado para que se tenha um novo sistema financeiro mais criterioso e confiável.

“Algumas pessoas acham que a securitização deveria ser abolida. É uma visão míope: reformada corretamente, a securitização pode ser uma ferramenta valiosa que reduza, em vez de exacerbar, o risco sistêmico” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 212).

Para reformar o sistema de securitização corretamente é preciso ir de encontro ao “X” da questão. Igualmente ao sistema de bonificações, que incentiva os corretores a aprovarem empréstimos arriscados para ganharem remunerações extras no final do mês, o sistema de securitização também estimula os diferentes agentes ao longo da cadeia da securitização a serem condescendente ao avaliarem a credibilidade do mutuário em troca de ganharem taxas extras. Isso ocorre porque o risco inerente à inadimplência desse empréstimo é empacotado e vendido em forma de títulos de obrigações garantidas “superseguros” para terceiros que não terão a capacidade de avaliarem esses títulos de uma forma verdadeira, pois a constituição desses títulos é feita desordenadamente e de uma forma que é impossível fazer uma análise do risco que eles contém.

Então, qualquer solução que se apresente para o problema da securitização deve forçar os diferentes agentes envolvidos nessa cadeia a analisarem com responsabilidade os riscos envolvidos em cada operação (ROUBINI; MIHM, 2010).

Em outras palavras: cada jogador deve, de alguma forma, ser encorajado a prestar mais atenção à qualidade dos empréstimos que servem de base. Um modo de resolver a questão é forçar os intermediários – os bancos que originaram o empréstimo e os bancos de investimentos – a ficar com alguns dos MBSs e CDOs em questão. Forçando-os a assumir parte do risco, eles se empenharão mais para monitorar a credibilidade dos tomadores de empréstimos originais (ou, pelo menos, apertar os corretores de hipotecas e outros que servem como primeiros elos da cadeia) Roubini e Mihm (2010, p. 211).

Reter parte dos títulos é uma ideia inicial boa, mas é uma ideia complementar e não uma proposta principal que sirva para resolver o problema da securitização. Até porquê: “na última crise, muitos bancos e instituições financeiras mantiveram uma exposição significativa aos vários títulos que ajudaram a criar” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 211). Essa exposição chegou a aproximadamente 44% de todos os ativos dos pequenos bancos e a aproximadamente 34% dos ativos dos maiores

bancos dos Estados Unidos²⁷ e isso não os impediram de serem negligentes ao fazerem a análise dos créditos concedidos.

Forçar os diferentes agentes da cadeia de securitização a serem mais criteriosos fazendo com que a instituição fique com parte dos títulos aprovados por eles exigiria que os bancos retivessem uma percentagem muito alta dos títulos que o governo não está disposto a cobrar. Por exemplo: em dezembro de 2009 foi aprovada pela câmara de representantes dos Estados Unidos a Credit Risk Retention Act, a lei da retenção do crédito de risco.

Essa lei propõe que os bancos envolvidos na criação de títulos lastreados em ativos (não somente as hipotecas, mas também qualquer outro tipo de empréstimo) sejam obrigados a manter 5% dos valores mobiliários que criarem; uma proposta do Senado aumentaria esse percentual para 10%. Ambas as propostas proíbem, sensatamente, que os bancos deem cobertura ou transfiram qualquer risco em que incorram ao manterem tais títulos (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 211).

Digamos que a proposta do Senado já esteja vigorando e os bancos sejam obrigados a reter 10% dos títulos lastreados em ativos em seus balanços. Como vimos, muitos bancos mantiveram uma exposição maior que 10%, atingindo números que permeiam no intervalo de 34% e 44% entre os grandes e pequenos bancos dos Estados Unidos. O que faz com que uma margem de retenção de 10% seja risível.

Além do mais, essa margem de 10% não representa uma barreira para essas instituições financeiras porque são elas que fabricam esses títulos. Ou seja, elas podem muito bem ficar com os títulos mais seguros, que correspondem àqueles que provêm das melhores fichas de empréstimos, e passar adiante as obrigações mais arriscadas, correspondentes aos mutuários *subprime*, por exemplo.

Isso é possível porque na composição de um CDO, existem diferentes empréstimos individuais, hipotecas comerciais, hipotecas residenciais, financiamentos de automóveis, faturas de cartões de crédito, empréstimos a pequenos comerciantes, créditos estudantis e outros tipos de empréstimos. Então a corporação financeira pode, criteriosamente, escolher os 10% dos empréstimos individuais que tenham o menor risco de inadimplência e forma os seus CDOs para ficar como margem e depois fazer “vista grossa” na análise dos demais empréstimos, empacotá-los e vendê-los como se fossem títulos do governo Federal, classificados com um AAA.

²⁷ Dados do livro: “A economia das crises”, página 211.

Então, o principal problema do sistema de securitização não reside apenas na falta de incentivo dos agentes que fazem parte da cadeia da securitização em analisar a concessão do crédito ao mutuário, mas também, em muito, ao modo como esses créditos pessoais são empacotados e transformados em títulos de obrigações garantidas. E, já que é difícil incentivar os corretores a fazer o seu trabalho de uma forma mais séria, ou seja, analisar criteriosamente cada empréstimo antes de concedê-lo, a resposta ao problema da securitização pode ser dada com uma maior transparência do que compõe cada título vendido.

Vamos estudar melhor o assunto: os agentes financeiros privados que compram os títulos finais, CDOs, por exemplo, o fazem porque imaginam ser títulos “superseguros” que é composto com o que há de melhor nos bancos e instituições financeiras, quando em sua composição estão milhares de hipotecas *subprime* e demais empréstimos concedidos a mutuários que muitas vezes não comprovam nem a renda. Roubini e Mihm (2010, p. 212), chamam a atenção de como os títulos são formados e sugerem uma maior padronização das informações na reunião dos ativos:

Atualmente, há pouca padronização no modo como os títulos lastreados em ativos são reunidos. As chamadas “estruturas de negócios” (a letra miúda) podem variar enormemente de uma oferta para outra. Relatórios mensais (chamados “serviço mensal de relatórios de desempenho”) também variam muito, em termos do nível de detalhes informados. A informação deveria ser padronizada e reunida em um só lugar. Isso poderia ser feito mediante canais privados ou, melhor ainda, sob os auspícios do governo federal. Por exemplo, a Securities and Exchange Commission (SEC) poderia exigir que quem quer que emitisse títulos lastreados em ativos divulgasse uma série de informações padronizadas sobre tudo, de dados sobre os ativos ou o empréstimo original aos valores pagos aos indivíduos ou às instituições que originaram tais títulos.

A ideia é que os compradores finais dos títulos possam avaliá-los com precisão e rejeitá-los caso sejam duvidosos e, assim, tentar resolver a reforma da securitização pelo ângulo mais importante que é a qualidade dos empréstimos que servem como matéria-prima para a construção dos títulos garantidos. Como disseram Roubini e Mihm (2010, p. 214): “o problema com “originar e distribuir” está menos na distribuição que na origem. O que mais importa é a qualidade dos empréstimos contraídos inicialmente”.

4.4. Ideias para reformar a classificação de risco

A história das agências de classificações de risco revela momentos de altos e baixos dessas instituições que, na verdade, terceirizam a análise e a avaliação de uma determinada sociedade ou ativo. Essas empresas cresceram e ganharam importância na década de 1930, quando os reguladores federais começaram a usar as classificações das agências como um meio de avaliar a qualidade das obrigações em poder dos bancos e, logo depois, no período imediatamente posterior à guerra, a importância das análises dessas agências declinou (ROUBINI; MIHM, 2010).

Com o crescimento da inadimplência das obrigações nos anos 1970, as avaliações feitas pelas agências de classificações se tornaram cada vez mais importantes. Coincidência ou não, nessa mesma década, a cobrança das taxas de análises passaram a ser feitas aos emitentes – empresas, prefeituras e firmas de Wall Street – e não mais aos investidores interessados em consultar suas pontuações (CASSIDY, 2011).

Nos anos de 1980 e 1990, os governos dos Estados Unidos e de outros países ordenaram que os bancos variassem suas reservas de capital de acordo com a pontuação recebida na classificação de crédito pelos títulos que possuíam, com isso incorporando as agências de classificação no sistema regulador do setor financeiro. Nesse sistema de requisito de avaliação de risco para capital, Fitch, Moody's e Standard & Poor's tomaram o lugar de funcionários do governo como os principais monitores dos balanços bancários. Se elas decidiam que certa classe de ativos eram arriscados, os bancos que possuíam alguns desses bens eram obrigados a manter um volume maior de capital (CASSIDY, 2011, p. 268).

E sob esse contexto as agências de classificações de risco tornaram-se peças-chave no modelo de sistema financeiro vigente nos Estados Unidos e Europa. E por esse motivo é de fundamental importância uma remodelagem no modo como essas agências trabalham no contexto atual: sob total conflito de interesse.

Esses conflitos de interesses ocorrem, principalmente, em duas ocasiões: quando as agências de classificações prestam serviços de consultoria às instituições financeiras e pela forma de pagamento vigente nos negócios de análise de títulos, onde é o banco que pretende lançar um novo título no mercado, digamos, é quem paga a agência de classificação pela análise.

Os serviços de consultoria funcionam da seguinte maneira: Os bancos desejosos de lançar um novo título pagam as agências para obterem orientações de como criar o novo produto que, mais adiante, será classificado pela mesma agência que deu as “dicas” de como montar o novo título, que o banco que contratou o serviço de consultoria espera que receba a classificação mais elevada.

Já a forma de pagamento vigente nos negócios de análise de títulos abre espaço para que os bancos possam barganhar com a agência de classificação até obter a melhor classificação, pois eles contam com duas vantagens: são eles que estão pagando e, se a agência não der a nota esperada por ele, ela corre o risco de perder o negócio para outra agência e ficar sem o pagamento.

Resolvendo esses dois conflitos de interesses, haverá maior segurança e qualidade dos títulos introduzidos no mercado financeiro. E buscando a resposta para resolver o primeiro conflito de interesses, consultoria das agências de classificações, é que Roubini e Mihm (2010, p. 216), apontam que a melhor opção é “cortar o mau pela raiz”, ou seja, extinguir as consultorias:

No mínimo, essas agências devem ser proibidas de oferecer qualquer serviço de consultoria ou modelagem. Deveriam existir apenas para um objetivo: determinar uma classificação para um instrumento de dívida. É isso aí: qualquer coisa a mais introduz conflitos de interesses. Embora a SEC tenha criado regras que proíbem as agências de classificação de risco de prestar consultoria às empresas que avaliam, isso é extraordinariamente difícil de fiscalizar. Na verdade, a SEC deveria proibir as agências de classificação de risco de prestar consultoria ou modelagem para quem quer que seja.

Na realidade, se analisarmos bem, em termos de melhorias para o mercado financeiro, não existe um motivo maior que impeça a extinção dos serviços de consultoria realizados pelas agências de classificações ou, até mesmo, que seja a favor delas da permanência delas. Os dois únicos beneficiados com esses serviços são as agências, que ganham o pagamento pelas orientações, e os bancos interessados em projetar um novo título, que aprendem como ocultar os perigos dos novos produtos. A qualidade dos novos artigos financeiros não é prioridade nesses casos.

Quanto à questão dos bancos pagarem pelas análises dos próprios títulos, surge, quase que inevitavelmente, a ideia de voltar a ser como era antes: dos investidores pagarem pelas análises dos títulos que pretendem investir. Isso acabaria totalmente com o conflito de interesses, já que os contratantes das análises, os

investidores, desejam que os julgamentos das agências de classificações sejam os mais realistas possíveis e mostrem todos os riscos embutidos nos títulos que pretendem comprar. Todavia, tomar essa decisão não encerraria a questão porque surgiria o problema do “carona”, que é quando um investidor paga por uma classificação e faz os seus investimentos de acordo com o resultado da classificação e outro investidor deduz qual foi a classificação e toma as decisões sem pagar.

Uma solução seria obrigar todos os investidores institucionais a contribuir para um “fundo” comum a ser administrado pelos reguladores. Esse fundo seria usado para comprar classificações de um grupo de agências autorizadas toda vez que houvesse uma nova emissão de dívida. Essa proposta exigiria que todos os participantes do sistema financeiro – até as entidades menos regulamentadas, como os fundos de hedge – fossem forçados a contribuir. Isso derrubaria toda a economia das agências de classificação de risco, mas este é o ponto-chave: a ideia de que os emitentes de dívidas paguem por sua classificação é bizarra (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 217).

Na realidade, essa ideia não é muito clara e, muito menos, fácil de ser colocada em prática, mas já é um começo. “Não se enganem: reformar as agências de classificação de risco não é uma tarefa simples, elas ocupam um lugar único no firmamento do sistema financeiro (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 217). Mas alguma reforma, por mais difícil que seja de ser implementada, deve ser realizada, ou é quase certo que os conflitos de interesse continuaram a existir.

4.5. Uma maior regulamentação deve ser implementada

As ideias que discutimos até aqui para aumentar a responsabilidade e a transparência no sistema financeiro, como desmembrar as instituições grandes demais para falirem, reformular o sistema de bonificações e o sistema de securitização, assim como, reformar o sistema de classificações de risco, começando por proibir completamente que as agências prestem qualquer tipo de consultoria, enfim, todas essas reformas devem ser seguidas por uma maior proximidade e uma maior atuação do governo, o que significa rever a falta ou a ineficácia da regulamentação em vigor.

Como foi dito no segundo capítulo desse trabalho, a lei Glass-Steagall de 1933 surgiu em resposta à crise de 1930, a maior crise econômica do século XX, e criou a base para quarenta anos de economia sem crises ao separar os bancos comerciais dos bancos de investimentos. Talvez possamos dizer também que as medidas sem

precedentes tomadas para salvar a economia da crise mais recente também seja, em parte, uma resposta ao pânico econômico vivido na década de 1930.

Sim, porque os economistas responsáveis pela política econômica atual aprenderam com o fato histórico do século passado que a inação e a inércia do Estado, não apenas não impediram o desastre, como também contribuíram para o surgimento da depressão. E fizeram o possível e o impossível para que não houvesse repetição da Grande Depressão: “Eu não seria o presidente do Federal Reserve a presidir a segunda Grande Depressão”²⁸, disse Bem Bernanke em uma entrevista a um repórter do canal Bloomberg em 10 de agosto de 2009.

Sucedem que a Grande Depressão também deixou uma lição bem clara que não foi seguida pelos formuladores de política econômica atual: não basta tomar todas as medidas para que a crise não se transforme em depressão, é necessário também tomar medidas para evitar que a própria crise não volte a ocorrer no futuro. E isso nos faz refletir a respeito do retorno de uma lei como a Glass-Steagall; não igual, é óbvio, até porque os tempos são outros e o sistema financeiro está maior e mais complexo, diferente de oitenta anos atrás, mas uma lei que tenha o mesmo espírito de consertar as falhas que proporcionaram o surgimento da crise recente para que não volte a acontecer, pelo menos não mais pelos mesmos motivos.

O que precisamos é de uma versão para o século XXI daquela lei histórica, o que criaria uma série de novas barreiras. Isso necessariamente significaria ir mais além do que uma simples separação entre o banco comercial e o de investimentos para criar um sistema que acomodaria – e separaria – os muitos diferentes tipos de instituições financeiras agora existentes, além de reduzir o tipo de empréstimo de curto prazo que tornou o sistema financeiro “interligado demais para falir” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 252).

O que Rubini e Mihm (2010) sugerem é que sejam criadas categorias que enquadrem os diversos tipos de instituições financeiras de acordo com sua importância e sua fragilidade diante de uma crise. Por exemplo, os bancos comerciais que recebem depósitos e fazem empréstimos para famílias e empresas pertenceriam a uma categoria. Os bancos de investimentos e corretoras pertenceriam a outra categoria e, para evitar qualquer confusão entre os dois tipos de bancos, os bancos de investimentos seriam proibidos de tomar empréstimos dos bancos comerciais segurados no mercado

²⁸ Roubini e Mihm (2010, p. 153).

interbancário, comprovadamente frágil durante a crise. Havendo, assim, uma divisão institucional e relacional entre os dois tipos de banco.

A divisão entre os bancos comerciais e os bancos de investimentos foi fundamental para o sucesso da lei Glass-Steagall, porque isolou os recursos dos depositantes de investimentos mais arriscados e garantiu o seguro de depósito. Uma nova versão dessa separação, adaptada as novas classes de instituições financeiras existentes, é essencial para evitar uma corrida aos bancos.

Além dessa separação, uma nova regulamentação pode, facilmente, acabar com o problema da exagerada alavancagem, que as instituições financeiras operam em busca de maximizar os seus lucros, reestabelecendo percentagens máxima para investimentos alavancados e punindo com altas multas quem extrapolar o percentual permitido.

Outra questão que deve ser revista e englobada por uma nova regulamentação, mais ampla e mais rigorosa, é a existência dos bancos paralelos. Se existe uma instituição financeira que opera tomando emprestado e emprestando como banco, essa instituição deve ser fiscalizada como banco. Sem maiores detalhes, não tem motivos para deixar instituições financeiras que remontam recursos financeiros consideráveis na economia sem regulamentação das autoridades competentes.

A forma como os bancos paralelos operavam no mercado também deve servir de exemplo e chamar a atenção para mais um detalhe importante: é necessário restringir a capacidade das instituições financeiras de tomarem empréstimos líquidos a curto prazo para aplicá-los em investimentos ilíquidos de longo prazo.

Isso significa que os bancos de investimentos e corretoras devem ser proibidos de realizar qualquer tipo de empréstimos de curto prazo. Se eles quiserem fazer investimentos de longo prazo em ativos ilíquidos, terão de levantar dinheiro com a emissão de ações ou papéis de longo prazo. Essa reforma tornaria o sistema financeiro menos interligado e, conseqüentemente, menos propenso ao tipo de reação em cadeia sistêmica que levou a falências generalizadas (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 252).

Além dessas restrições, seria interessante dá a “César o que é de César” e deixar bem claro qual é o campo de atuação de cada instituição. Por exemplo, as companhias de seguro não teriam permissão para fazer outros tipos de intermediações financeiras que não fizessem parte de suas atividades principais. Da mesma forma, os

bancos comerciais e os bancos de investimentos não poderiam ter nenhuma fatia no mercado de seguros. Uma instituição de uma categoria que operasse em um mercado não poderia entrar em outro mercado que fosse atendido por outra instituição de outra categoria. “Isso ajudaria a eliminar o problema do excesso de interligações; também livraria essas instituições dos tortuosos conflitos de interesses que invariavelmente surgem quando diferentes unidades têm fins contraditórios” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 253).

Um último lembrete: somente os bancos comerciais poderiam ter acesso ao seguro de depósitos e a uma rede de proteção do governo. Todos os demais – bancos de investimentos, corretoras, companhias de seguro e fundos de *private equity* – teriam de se virar sozinhos. E algumas dessas instituições iriam afinal à falência. Mas elas não representariam risco sistêmico: não seriam tão grandes, ou tão interligadas quanto são hoje. Finalmente, como elas não poderiam agir como bancos – tomando a curto prazo e aplicando no longo prazo – , sua falência não provocaria o tipo de pânico que se apoderou dos chamados “bancos paralelos” no auge da crise recente (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 253).

A ideia de uma nova regulamentação, através de uma nova versão da lei Glass-Steagall, é deixar as possibilidades de negócios arriscados cada vez mais difíceis de serem realizadas com o dinheiro de terceiros e de uma forma desatinada que coloque em risco todo o sistema financeiro. É também necessária para coordenar uma série de reformas que vimos que são essenciais para criar um sistema financeiro mais seguro e equilibrado. Sem uma maior regulamentação e uma lei que deixe bem claras as novas diretrizes, as coisas permanecerão como estão: propensas a uma crise maior ainda por conta do risco moral ocasionado por todos os salvamentos feitos sem nenhuma punição ou consequência às atitudes irresponsáveis praticadas pelas instituições.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

De ante da análise, que teve como base a obra de Nouriel Roubini e Stephen Mihm, fica exposto que a crise financeira de 2008-2009 teve suas origens nas falhas e práticas operacionais do sistema financeiro vigente e que ela não foi um acidente de percurso da autorregulagem dos mercados financeiros. Mas ela serviu mais uma vez para deixar claro que as pessoas que operam no mercado financeiro são gananciosas e inconsequentes e que os mercados financeiros não se autorregulam, eles precisam de limites impostos a eles.

Através de decisões que foram tomadas ao longo do tempo, as barreiras que antes existiam, a maior parte delas impostas pela lei Glass-Steagall, foram uma a uma sendo derrubadas. Começando na década de 1980 quando o governo Reagan permitiu que as empresas de poupança e empréstimos usassem o dinheiro dos seus depositantes para fazerem investimentos de riscos e, já no governo Clinton, quando o Congresso revogou o que restava da Lei Glass-Steagall no fim de 1999, com o Financial Service Modernization Act, a lei de modernização financeira, as operações do mercado financeiro estavam praticamente sem nenhuma restrição. Quanto mais as barreiras eram derrubadas, mais a indústria de serviços financeiros deixava de se preocupar em servir a sociedade de uma forma segura e buscava lucros maiores, mais fáceis e mais rápidos.

Através de uma regulamentação cada vez menos existente, de um mercado de securitização totalmente desregulamentado, de um sistema ineficaz de classificação de risco, de um sistema de bonificações que estimulava a leviandade em aprovar os financiamentos, de investimentos arriscados cada vez mais alavancados e, ainda, a existência de instituições que operavam como bancos, mas não eram fiscalizadas como bancos; o mercado financeiro se tornou uma espécie de cassino legalizado e ocasionou a maior crise financeira desde a Grande Depressão.

A crise se instalou e em muito pouco tempo tomou proporções enormes, atingiu várias economias do globo terrestre e custou a dezenas de milhões de pessoas os seus empregos, suas economias e suas casas. E, para que a depressão econômica não se tornasse novamente uma realidade, foram planejadas ações em todo o mundo para conter a crise, onde foram gastos trilhões de dólares para amenizar os prejuízos. Dinheiro público que foi usado para salvar instituições privadas que operaram durante

muito tempo altamente alavancadas e de forma imprudente ao analisar seus investimentos.

Nos Estados Unidos, o berço da crise recente, o perigo da recessão econômica foi contido após muito esforço e muitos gastos. Mas uma observação deve ser feita: as mesmas instituições que devem suas sobrevivências ao governo não aprenderam nada com a crise e continuam operando da mesma forma que operavam antes da crise, alavancadas e inseridas em arriscados investimentos.

Enquanto milhares de contribuintes perderam seus empregos, suas economias e suas casas, os donos das corporações financeiras que, através de investimentos arriscados e inconsequentes, ocasionaram a crise de 2008-2009 saíram da crise com suas fortunas intactas. O governo dos Estados Unidos se preocupou apenas em conter o alastramento da crise para algo pior, como uma recessão ou, até mesmo, uma depressão, mas não se preocupou em punir os principais causadores dela, os banqueiros gananciosos de Wall Street que fizeram do mercado financeiro um verdadeiro cassino.

Esses mesmos banqueiros continuam no poder, mesmo devendo isso ao dinheiro dos contribuintes, e continuam a gerenciar suas empresas da mesma forma de antes da crise, pior: continuam a gerenciar suas empresas da mesma forma que antes certos de que, se algo der errado, o governo não medirá esforços para salvá-los novamente. Ou seja, o fato de as empresas financeiras terem sido salvas sem nenhum custo para elas e não ter ocorrido nenhuma reforma no sistema financeiro, só potencializou o risco moral para o surgimento de uma crise de proporções ainda maiores do que a vista em 2008.

Ao longo desse trabalho pudemos evidenciar que a estrutura do sistema financeiro atual é tendenciosa a práticas que levam insegurança aos negócios operacionalizados no mercado. A menos que o mercado financeiro atual seja reformulado e que seja implementada uma maior regulamentação para torná-lo mais transparente e seguro, os salvamentos assistidos na crise recente podem servir de origem para que, no futuro, uma crise de proporções ainda maiores venha a acontecer.

REFERÊNCIAS

A crise mundial. Disponível na internet. URL:

<http://www.mdic.gov.br/arquivos/dwnl_1250871618.pdf>, Acesso em 30/01/2012.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Indicadores econômicos consolidados.** Capítulo VI – Economia internacional. Disponível em <www.bcb.gov.br> . Acessado em 18/02/2012.

BORÇA JUNIOR, Gilberto Rodrigues; TORRES FILHO, Ernani Teixeira. Analisando a Crise do *Subprime*. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 129-159, dez. 2008.

CASSIDY, John. **Como os mercados quebram:** a lógica das catástrofes econômicas. Rio de Janeiro, 2011. Tradução de Berilo Vargas.

CASTILHO, Marta. O impacto da crise econômica internacional sobre o comércio exterior brasileiro. In: ACIOLY, Luciana; LEÃO, Rodrigo Pimentel Ferreira (orgs.). **Crise Financeira global:** mudanças estruturais e impactos sobre os emergentes e o Brasil. Brasília: IPEA, 2011. Cap. 4, p. 97-127.

CINTRA, Marcos Antônio Macedo; GAGNIN, Rafael Fagundes. **Evolução da estrutura e dinâmica das finanças norte-americanas.** Rio de Janeiro: Econômica, 2007. v. 9. n. 2. p. 296-338.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo; PRATES, Daniela Magalhães. Os países em desenvolvimento diante da crise financeira global. In: ACIOLY, Luciana; LEÃO, Rodrigo Pimentel Ferreira (orgs.). **Crise Financeira global:** mudanças estruturais e impactos sobre os emergentes e o Brasil. Brasília: IPEA, 2011. Cap. 1, p. 11-46.

DOWBOR, Ladislau. **A crise financeira sem mistérios:** Convergência dos dramas econômicos, sociais e ambientais. Disponível na internet. URL:

<<http://dowbor.org/crise/criseseemmisterios8.pdf>>, Acesso em 13/08/2012.

GONTIJO, Cláudio; OLIVEIRA, Fabrício Augusto de. **SUBPRIME:** os 100 dias que abalaram o capital financeiro mundial e os efeitos da crise sobre o Brasil. Belo Horizonte: 2009. 176p.

GRUPO DE CONJUNTURA – FUNDAP. **Desdobramentos da crise global:** o desempenho das economias emergentes. Disponível no Site da Fundap na Internet. URL:<http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap/pdf/conjuntura/Desdobramentos_crise_paises_emergentes.pdf>, Acesso em 21/02/2012.

_____. **Indicadores econômicos:** economia internacional. Brasília: BACEN, 2012. Disponível em <WWW.bcb.gov.br> . Acessado em 18/02/2012.

INSIDE Job. Direção, roteiro, edição e produção de Charles Ferguson, com a ajuda de: Chad Beck, Adam Bolt e Audrey Marrs. Nova York, 2010. DVD.

KRUGMAN, Paul R. **A crise de 2008 e a economia da depressão.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. Tradução de Afonso Celso da Cunha Serra.

PEREIRA, João Basílio. Reformas lentas no Sistema Monetário Internacional (SMI). **Revista Economia & Tecnologia (RET)**, Paraná, v. 8, n. 1, p. 47-66, Jan/Mar 2012.

ROUBINI, Nouriel; MIHM, Stephen. **A economia das crises:** Um curso-relâmpago sobre o futuro do sistema financeiro internacional. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2010. 368p. Tradução de Carlos Araújo.

SANDRONI, Paulo. **Novíssimo dicionário de economia.** 10. ed. São Paulo: Best Seller, 2009.

SANDRONI, Paulo. **Novo dicionário de economia.** 9. ed. São Paulo: Best Seller, 2008.

SILVA, Luis Eduardo Ferreira da. **A primeira grande crise mundial do século XXI e a economia brasileira:** considerações sobre os canais de transmissão e as resposta de política econômica. 2011. 75 p. Monografia (Bacharelado em Economia). Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Universidade Federal do Ceará.

BIBLIOGRAFIAS

ACIOLY, Luciana; LEÃO, Rodrigo Pimentel (orgs.). **Crise financeira global: mudanças estruturais e impactos sobre os emergentes e o Brasil**. Brasília: Ipea, 2011.

ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. **Dossiê da crise I**. Disponível na internet. URL: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/>>. Acesso em 18/02/2013.

ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. **Dossiê da crise II**. Disponível na internet. URL: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/>>. Acesso em 18/02/2013.

BACHA, Edgar L.; GOLDFAJN, Ilan (orgs.). **Como Reagir à Crise? Políticas Econômicas para o Brasil**. Rio de Janeiro: IEPE/CdG, 2011.

CHESNAIS, François. **A mundialização do capital**. São Paulo: Xamã, 1996. Tradução: Silvana Finzi Foá.

DERMINE, Jean. **A regulação bancária pós-crise financeira: Boas intenções e malefícios inesperados**. Disponível na internet. URL: <http://www.abbc.org.br/ADM/artigosestudosconfig/uploads/45988341193077384214_A_regulacao_bancaria_pos_crise_site.pdf>. Acesso em 18/02/2013.

FARHI, Maryse et al. A crise e os desafios para a nova arquitetura financeira internacional. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 29, n. 1, Jan./Mar. 2009. Disponível na internet. URL: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-31572009000100008&script=sci_arttext>. Acesso em 18/02/2013.

FREITAS, Maria Cristina Penido. **Panorama e perspectivas das economias avançadas: sob o signo da crise**. Disponível na internet. URL: <http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap%5Cpdf%5CLivro-Panorama_das_Economias_Internacional_e_Brasileira/04_Panorama%20e%20Perspectivas%20das%20Econimias.pdf>. Acesso em 18/02/2013.

GRUPO DE CONJUNTURA – FUNDAP. **A crise do mercado das hipotecas subprime nos EUA**. Disponível no Site da Fundap na Internet. URL: <<http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap/pdf/conjuntura/A%20crise%20do%20mercado%20subprime.pdf>>. Acesso em 18/02/2013.

KINDLEBERGER, Charles P. **Manias, pânico e crashes: um histórico das crises financeiras**. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2000. Tradução de Vânia Conde e Viviane Castanho.

LOPES, Rafael Souza; PALMEIRAS, Eduardo Mauch. **A crise financeira mundial: impactos sobre o Brasil.** Disponível na internet. URL: <<http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/br/08/slmp.htm>>. Acesso em 18/02/2013.

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

MAZZUCHELLI, Frederico. **A crise em perspectiva: 1929 e 2008.** Disponível na internet. URL: <<http://www.scielo.br/pdf/nec/n82/03.pdf>>. Acesso em 18/02/2013.

MINSKY, Hyman P. **Estabilizando uma economia instável.** São Paulo: Novo Século Editora, 2009. Tradução de Sally Tilelli.

PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. **A crise financeira global e depois: um novo capitalismo?.** Disponível na internet. URL: <<http://www.scielo.br/pdf/nec/n86/n86a03.pdf>>. Acesso em 18/02/2013.

POMBAL, Claudia Simone Azevedo. **Derivativos, alavancagem e a crise de 2008.** 2010. 95 p. Dissertação (Mestrado em Administração). Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas. Disponível na internet. URL: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/6575/Claudia%20Pombal.pdf?sequence=4>>. Acesso em 18/02/2013.

SILBER, Simão Davi. A economia mundial após a crise financeira de 2007 e 2008. **REVISTA USP**, São Paulo, n.85, p. 82-93, março/maio 2010. Disponível na internet. URL: <<http://www.revistas.usp.br/revusp/article/view/13800/15618>>. Acesso em 18/02/2013.