

**Universidade Federal de Uberlândia**  
**Instituto de Economia e Relações Internacionais**

**Monografia**

**Mudança de configuração dos mercados financeiros, crise de *subprime*,  
liquidez internacional e impactos sobre a Europa**

Camila Fernandes Ribeiro

**Orientadora: Vanessa Petrelli Corrêa**

**Uberlândia**

**12/2018**

Camila Fernandes Ribeiro

Mudança de configuração dos mercados financeiros, crise de *subprime*,  
liquidez internacional e impactos sobre a Europa

Monografia apresentada a diretoria do curso de graduação da  
Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial para a  
obtenção do título de Bacharel em Economia, sob orientação da  
professora Vanessa Petrelli Corrêa.

Uberlândia  
2018

Camila Fernandes Ribeiro

Mudança de configuração dos mercados financeiros, crise de *subprime*,  
liquidez internacional e impactos sobre a Europa

Relatório final, apresentado a Universidade Federal de Uberlândia, como parte da exigência  
para colação de grau.

Uberlândia, 20 de dezembro de 2018.

Banca Examinadora

Prof<sup>ª</sup>. Dr<sup>ª</sup>. Vanessa Petrelli Corrêa (Orientadora)  
UFU

Prof<sup>ª</sup>. Dr<sup>ª</sup>. Marisa Silva Amaral  
UFU

Prof. Dr. José Rubens Damas Garlipp  
UFU

## **Dedicatória**

Agradeço a minha orientadora Vanessa pelo auxílio, a minha família por todo o apoio e aos meus professores do ensino secundário em parceria com colégio Teresa Valsé pelo suporte até a universidade.

## Lista de Figuras

**Figura 1:** Elementos Contábeis dos Bancos Comerciais 1946-84 (bilhões de dólares)

**Figura 2:** Participação Relativa dos Ativos dos Intermediários Financeiros dos EUA para vários anos (%)

**Figura 3:** Taxa de Crescimento dos Ativos dos Investidores Institucionais Americanos (%)

**Figura 4:** Percentual no Total de Ativos, por Tamanho das Instituições Bancárias (1984-2014)

**Figura 5:** Variação dos Preços dos Imóveis, da Inadimplência e Execuções de Hipotecas do Segmento *Subprime* 1998–2008

**Figura 6:** Emissão Total de Novas Hipotecas e Participação das Hipotecas *Subprime* (2001-2006)

**Figura 7:** Evolução do Percentual de Hipotecas *Subprime* Securitizadas (2001–2006)

**Figura 8:** Relação entre Receitas Não-Relacionadas a Juros e Receitas Relacionadas a Juros dos Bancos Comerciais Norte-Americanos entre 1994 – 2007 (em %)

**Figura 9:** Receitas com *Trading Account* dos Bancos Comerciais Norte-Americanos entre 1994 – 2007 (em milhares de dólares)

**Figura 10:** Variação dos Preços dos Imóveis Residenciais entre 1999-2014 na Espanha e Irlanda – (1999=100)

**Figura 11:** Estoque de Empréstimos das Instituições Financeiras Monetárias (excluindo o Eurosistema) do País para Aquisição de Imóveis Residenciais, em Bilhões de Euros e em % do Total de Empréstimos para as Famílias (2003-2011)

**Figura 12:** *Spreads* do Euribor para 10 anos para bonds do Governo 2000 – 2009 (em pontos percentuais)

**Figura 13:** Preço em Euro do CDS para 5 anos da Dívida Pública dos Países Europeus em 2006 – 2009 (em pontos bases)

**Figura 14:** Taxa de Desemprego na Zona Europeia entre 2000 – 2009 (%)

**Figura 15:** PIB Real na Zona Europeia entre 1999 – 2010 (%)

**Figura 16:** Rendimento dos Títulos Públicos de Longo Prazo (10 anos) dos PIIGS e Alemanha em % a.a entre 2007 – 2013

**Figura 17:** Prêmio dos CDS (*Credit Default Swap*)

**Figura 18:** Exposição dos Bancos Europeus à Dívida Privada e Pública até Junho de 2011 em US\$ Bilhões

**Figura 19:** Compras de Títulos Soberanos pelo BCE (€ bilhões)

### Lista de abreviaturas e siglas

<i>ARM</i>	<i>Adjustable Rate Mortgage</i>
<i>BCE</i>	Banco Central Europeu
<i>CDO</i>	<i>Collateralized Debt Obligation</i> (Obrigação de Dívida Garantida)
<i>CDs</i>	Certificados de Depósitos
<i>CDS</i>	<i>Credit Default Swaps</i>
<i>ELA</i>	<i>Emergency Liquidity Assistance</i>
<i>EFSF</i>	<i>European Financial Stability Facility</i>
<i>ESM</i>	<i>European Financial Stabilization Mechanism</i>
<i>FED</i>	<i>Federal Reserve System</i> (Sistema de Reserva Federal)
<i>FMI</i>	Fundo Monetário Internacional
<i>FDIC</i>	<i>Federal Deposit Insurance Corporation</i>
<i>FRM</i>	<i>Fixed Rate Mortgage</i>
<i>FRN</i>	<i>Floating Rate Note</i>
<i>GSA</i>	Glass Steagall Act
<i>GFC</i>	<i>Global Financial Crisis</i> (Crise Financeira Global)
<i>GSE</i>	<i>Govern sponsored enterprise</i> (Companhia Patrocinada pelo governo)
<i>MBS</i>	<i>Mortgage Backed Securities</i> (Título com Garantia Hipotecária ou Título Lastreado/Garantido em Hipoteca)
<i>MBA</i>	<i>Mortgage Bankers Association</i>
<i>MMMFs</i>	<i>Money Market Mutual Funds</i> (Fundos Mútuos de Mercado Monetário)
<i>NIF</i>	<i>Notes Issuance Facility</i>
<i>OMT</i>	<i>Outright Monetary Transaction</i>
<i>OTC</i>	<i>Over The Counter</i>
<i>PMMF</i>	<i>Prime Money Market Funds</i> (Fundo do Mercado Monetário)
<i>RMBS CDOS</i>	<i>Residential Mortgage Backed Collateralized Debt Obligations</i> (Obrigações de dívida de hipotecas residenciais garantida por propriedade colateralizada)
<i>SEBC</i>	Sistema Europeu dos Bancos Centrais
<i>SPC/SPV</i>	<i>Special Purpose Company/Vehicle</i> (Companhia de Propósito específico)
<i>UME</i>	União Monetária Europeia

## Sumário

<b>Introdução.....</b>	<b>p.10</b>
<b>Capítulo 1: Inovações financeiras dos anos 1960 e 1970 (a flexibilização dos passivos).....</b>	<b>p.13</b>
1.1 - A "forma tradicional" da atuação bancária (instrumentos de <i>position making</i> pelo lado do ativo)	
1.2 - Inovações financeiras dos bancos norte americanos - flexibilização dos passivos	
1.3 - Inovações financeiras bancárias e a internacionalização financeira	
1.4 - Consequências das inovações financeiras dos anos 1960 e 1970	
1.4.1 - Maior flexibilidade para os bancos e menor capacidade do Banco Central de controlar a criação de moeda: o crescimento do endividamento e as pressões inflacionárias	
1.4.2 - Internacionalização financeira, criação de dólar fora dos Estados Unidos e movimentos cambiais influenciados pelo "lado financeiro" do balanço de pagamentos: a instabilidade dos juros e do câmbio	
1.4.3 - A explicitação da dinâmica especulativa e variação abrupta de juros e câmbio nos mercados mundiais	
<b>Capítulo 2: Inovações financeiras dos anos 1980 e 1990.....</b>	<b>p.30</b>
2.1 - O início dos anos 1980 e a forte instabilidade financeira internacional	
2.1.1 - O impacto do aumento dos juros sobre os países devedores e os bancos	
2.1.2 - As corporações e os empréstimos via mercado de capitais.	
2.2 - O processo de securitização	
2.3 - Os mercados de derivativos.	
2.4 - Considerações sobre o processo de securitização de recebíveis e o papel dos intermediários financeiros no novo formato de financiamento	
<b>Capítulo 3: Crise de <i>subprime</i> e a centralidade financeira da crise da zona do euro....</b>	<b>p.53</b>
3.1 - Introdução	
3.2 - O enredo da crise	
3.2.1 - O enredo da crise de <i>subprime</i> nos Estados Unidos e o processo de securitização de recebíveis	
3.3 - As instituições financeiras no contexto da crise	
3.4 - O impacto sobre as instituições financeiras/ o “desmanche do <i>global shadow banking system</i> ”	
<b>Capítulo 4: As imposições da crise sobre a liquidez mundial – os impactos sobre a Europa.....</b>	<b>p.76</b>

- 4.1 – A institucionalidade da Zona do Euro
- 4.2. – O impacto inicial da crise de subprime sobre os países periféricos da zona do euro (Portugal, Irlanda Italia, Grécia e Espanha – PIIGS)
- 4.3 - Contágio da crise de *subprime* e os impactos financeiros do endividamento público – o aumento especulativo do risco país e seu impacto sobre a dívida pública
- 4.4 - Bancos europeus e bancos dos PIIGS – as dificuldades permanecendo ao longo de 2010 e 2011
- 4.5 - A demora da atuação do banco central europeu

**Conclusões.....p.92**

**Referências Bibliográficas.....p.94**

## Introdução

Os mercados financeiros são alvos de curiosidade e estudos, entretanto após a crise financeira de 2008, gerada por uma forte inadimplência e queda contínua dos preços dos ativos hipotecários do *subprime*, os mercados financeiros voltaram a ser estudados sobre uma ótica que analisa os seus mecanismos de regulação e seu potencial de dissipar movimentos e riscos sistêmicos.

A crise evidenciou que estamos distantes de uma crise de crédito clássica, na qual é possível reconhecer os prejuízos totais. Os canais de negociação de balcão e os derivativos de crédito se espalharam em uma proporção tão grande que os prejuízos se distribuíram em uma magnitude desconhecida e afetaram, em nível global, diversas instituições financeiras.

Uma das principais problemáticas da crise e da nova estrutura financeira contemporânea é se a interconexão entre os mercados regulados e o *global shadow banking system* é suficiente para explicar a expansão da crise e seus impactos sobre a Europa e os mercados financeiros globais.

A estrutura que foi atingida pela crise (e possibilitou sua formação e expansão) é resultado de um processo de modificações e inovações financeiras que perdurou por décadas até se realizar completamente. É essa arquitetura financeira que é polo de discussões e debates sobre os efeitos regulatórios e de ampliação dos riscos.

A monografia em questão se pauta na nova forma de atuação dos bancos, dos *shadow banking system*, na crise financeira do *subprime* e seus impactos na Europa. É apresentado informações referentes a 2º metade da década de 20 até os dias atuais.

Assim, o problema investigado é como a interconexão entre os mercados regulados e o *global shadow banking system* explica a expansão da crise do *subprime* e seus impactos sobre os mercados financeiros globais.

A hipótese trabalhada é de que a mudança do formato de operação dos bancos após os anos 1990 incorpora a possibilidade de securitização de ativos. Nesse contexto, as negociações entre bancos e instituições do *global shadow banking system* permitem a

expansão dos riscos de forma exacerbada, sem que o sistema reconheça esses riscos (operações fora de balanço). A hipótese é a de que a liquidez ofertada pelos títulos dos shadow banking system que são garantidas pelo sistema bancário e negociados em mercados de capitais expandem a possibilidade de ruptura dos mercados financeiros. Na medida em que bancos pelo mundo compram esses ativos, a quebra do sistema afeta agentes para além da localidade em que o *boom* se iniciou. Esses fatores, por sua vez, são centrais para explicar a problematização dos bancos europeus e a dinâmica recente da liquidez financeira mundial.

O objetivo geral é explicitar como a forte conexão entre os mercados regulados e não regulados propagou a crise não só nos seus balanços, mas também nas contas mundiais. Para tal precisamos analisar os mecanismos que diferenciam a crise do *subprime* de uma crise financeira clássica no contexto de inovações financeiras, concorrência entre instituições bancárias e não-bancárias e confiança na autorregulação dos mercados. O foco será a análise do mercado financeiro norte-americano e dos impactos da crise sobre os PIIGS.

Em termos mais detalhados é realizado (objetivos específicos): (a) análise das modificações na atuação do sistema financeiro em nível dos países centrais e as mudanças em sua lógica de ajuste de portfólio, articulando essa discussão com o avanço do *shadow banking system*. Essa análise envolve a explicação de como o processo de “alienação fiduciária” permitiu o avanço das operações de crédito securitizado e avançou na conformação de derivativos de crédito, fora de balanço; (b) é demonstrado a inter-relação entre a política monetária norte-americana, os impactos sobre os bancos europeus. O objetivo é o de mostrar como os bancos europeus foram rapidamente afetados pela crise e de que forma esse movimento afetou rapidamente a dinâmica da dívida pública dos países periféricos da Zona do Euro. O objetivo aqui é explicitar o caráter financeiro dessa dívida e sua articulação com a crise de *subprime*; e (c) expor a relação da dinâmica descrita nos dois itens anteriores com o movimento geral dos investidores em suas decisões de alocação de portfólio (dinâmica da “fuga para qualidade” X “aceitação de risco”).

Justifica-se a pesquisa, dado que as inovações financeiras e o processo de alavancagem dos bancos e demais agentes financeiros são extremamente relevantes no contexto contemporâneo de financeirização da riqueza. Ainda que a dinâmica financeira instável seja constitutiva da estrutura da economia capitalista em geral, a crise que se abre em 2007/2008 tem características particulares que a diferenciam das demais. A forte inter-relação entre

bancos, não bancos, mercados de capitais e mercados de derivativos ampliam a crise e seu espraiamento. A compreensão dessa dinâmica e suas consequências para o direcionamento geral de recursos para o mundo (em especial para os países periféricos), é fundamental, sendo ainda pouco estudada.

## **Capítulo 1**

### **Inovações financeiras dos anos 1960 e 1970**

### 1.1 - A "forma tradicional" da atuação bancária (instrumentos de *position making* pelo lado do ativo)

Realizando um retrato histórico, temos que antes dos anos 60, o sistema bancário era fortemente regulado, sob pressões exercidas por formulações como a *Glass-Steagall Act* (1933), *Regulation Q* e o Acordo de *Bretton Woods* (1944). Tal contexto limitava as ações dos bancos, e a concorrência intra-bancária. Segundo Minsky (2013, p.250) “a estrutura financeira é a causa tanto da adaptabilidade quanto da instabilidade do capitalismo”. Devido a essa interpretação e o terror provocado pela Grande Depressão de 1929, o sistema financeiro e bancário se encontrava fragmentado, encurralado e com pouca capacidade para inovar e tomar riscos.

Os bancos e empresas financeiras não bancárias necessitam da prática de reposicionamento, isto é, necessitam "fazer caixa" para honrar seus compromissos e investimentos. Para tal, existe os instrumentos de reposicionamento. Após a 2ª Guerra, o principal mecanismo de *position making* eram os títulos do governo, principalmente a letra do tesouro, considerado seguro e valorizado pelos gastos militares da época.

Um dos principais problemas para um banco é o ajuste de liquidez. Ao mesmo tempo em que os bancos procuram bons investimentos e se dispõem a arriscar seus recursos nesses, faz-se necessário o controle de liquidez, a fim de evitar a chamada “corrida bancária” e, evidentemente, para cumprir com a obrigatoriedade das reservas compulsórias. Essa questão era resolvida via compra e venda dos instrumentos de reposicionamento, isto é, pelo comércio de ativos financeiros, principalmente os de fácil negociação.

Deve-se ter em mente que nos anos que sucederam a crise de 29 a precaução e a estabilidade eram os principais atributos a serem atingidos pelo mercado financeiro, inclusive na análise dos próprios bancos. Em termos determinista, o sistema bancário envolvia o tradicional *banking*, em outras palavras, sua função central era o fornecimento de crédito e a captação essencialmente de depósitos. Desse modo, a atividade financeira tinha como objetivo fomentar o setor produtivo e de consumo, a especulação era um elemento a margem. Diante dessa conjuntura, a política monetária possuía um importante papel sobre a atividade

financeira, pois a oferta de crédito dos bancos depende, em parte, da taxa básica de juros e dos recolhimentos compulsórios, estipulados pelas autoridades responsáveis. Na visão estruturalista da moeda, o Banco Central cria limitações na oferta de crédito, o que não significa dizer que o esse atinge os seus objetivos facilmente. Ademais, o instrumento de reposicionamento mais requisitado era os títulos do Tesouro, o que abre espaço para a influência dos agentes responsáveis sobre a expansão monetária. Conforme Corrêa (1996, p.44):

Além de existirem poucos instrumentos financeiros capazes de atuar como *position making*, os que parecem atrativos, são os títulos do Tesouro. Esta configuração permite que as Autoridades Monetárias tenham a capacidade de afetar a oferta de moeda em períodos de expansão, via instrumentos tradicionais de política monetária.

É importante destacar também que a segurança do sistema depende da capacidade dos bancos e das instituições não-bancárias de inovar e de gerar *cash*. As aplicações em ativos financeiros é uma maneira dos bancos de fazerem ambos, porém no período analisado, não havia mercados organizados para tal, o que facilitava o controle do Banco Central sobre o crédito pelo emprego da política monetária. Afinal sem mecanismos alternativos de geração de liquidez, os bancos não podem expandir excessivamente os seus empréstimos e margens de segurança.

O contexto começa a mudar radicalmente a partir dos anos 60 com o processo de flexibilização dos passivos bancários.

## **1.2 - Inovações financeiras dos bancos norte americanos - flexibilização dos passivos**

Para entender a flexibilização dos passivos é necessário compreender o objetivo dos bancos. Esses buscam aumentar seus lucros e para atingir tal proposta devem achar "falhas" na regulação, criar novos instrumentos e expandir seus balanços. Para tal fim, os bancos devem gerar fluxo de caixa sem terem de interromper a oferta de empréstimo e devem aumentar os retornos sobre os seus ativos ou diminuir os custos sobre os passivos.

As inovações financeiras iniciadas e difundidas da década de 1960 visavam diminuir as reservas (passivo) dos bancos, a fim de expandir suas operações. E foram focalizadas em

*making positions*. Os maiores escolhidos para cumprir com a função foram os Fundos de Reserva Federal, Certificados de Depósitos e *Commercial Papers*. Minsky (2013, p.78) aponta que:

“Só podem ser instrumentos apropriados de reposicionamento ativos de alta aceitação no mercado. Além disso, esse mercado deve ser suficientemente flexível para que as oscilações de demanda sejam absorvidas em grandes flutuações de preços.”

O Fundo de Reserva Federal representa um fundo que pretendia cobrir possíveis falhas no fechamento dos balanços dos bancos. Os Certificados de Depósitos (CDs) são títulos privados emitidos pelos bancos para se autofinanciar sobre a promessa de remuneração futura ao investidor, esses se tornaram a aplicação favorita dos anos 60. Já os *Commercial Papers* possuem o mesmo princípio dos CDs, entretanto são emitidas por empresas. Todos esses instrumentos possibilitaram o crescimento dos empréstimos a baixas taxas de reservas, afinal os bancos puderam "abrir mão" da liquidez gerada pelas reservas e adotar a liquidez ou "quase-moeda" fornecida pelas inovações financeiras. Justamente porque os novos instrumentos de reposicionamento tornaram-se amplamente difundidos e negociáveis, já que a liquidez presente nas suas transações eram altíssimas. Assim, os principais instrumentos de *making positions* passam a ser os Certificados de Depósito na década de 60, e os *Commercial Papers* na década de 70, substituindo as letras do tesouro.

**Figura 1 – Elementos Contábeis dos Bancos Comerciais 1946-84 (bilhões de dólares)**

Ano	Ativos Financeiros	Encaixe	Depósitos no FED	Total das Reservas	% de Reservas em Relação aos Ativos Financeiros
1946	134,2	2,0	16,1	18,2	13,6
1950	149,5	2,2	17,7	19,9	13,2
1955	187,4	2,7	19,0	21,7	11,6
1960	228,3	3,3	17,1	20,4	8,9
1965	340,7	4,9	18,4	23,3	6,8
1970	504,9	7,0	24,2	31,2	6,2
1975	834,6	12,3	26,1	38,4	4,6
1980	1389,5	19,8	27,5	47,3	3,4

1984	2012,9	18,6	21,8	40,4	2,0
------	--------	------	------	------	-----

Fonte: Dados extraídos de Minsky (2013, p.83)

Como a tabela acima representa, os ativos financeiros cresceram em uma dimensão maior em comparação as reservas e aos depósitos realizados no Fed. Em 1946, o percentual de reservas em relação aos ativos financeiros era de 13,6%, já em 1984, esse caiu vertiginosamente para apenas 2,0%; enquanto os ativos financeiros “saltou” de 134,2 bilhões para 2012,9 trilhões de dólares no mesmo período. Sobre esse movimento, Minsky (2013, p.82) descreve:

Uma vez que o volume de operações de reposicionamento está diretamente relacionado ao total de ativos financeiros, os bancos precisaram desenvolver um grande leque de mercado e instrumentos de reposicionamento para se manterem capazes de operar com taxas de reserva tão baixas. Para que o total de ativos tivesse aumentado relativamente aos haveres em caixa e em depósitos no Fed, os bancos comerciais tiveram que desenvolver formas de passivo "economizadoras" de reservas. Nesse sentido, eles foram muito criativos em desenvolver inovações financeiras.

Com o tempo foi comprovado que as letras do tesouro americano eram um instrumento de reposicionamento seguro, enquanto os Certificados de Depósito e os *Commercial Papers* não. Diante do elevado número de inovações financeiras e transações: os bancos captavam recursos de suas filiais no exterior; adquiriram e vendiam, os já mencionados, Fundos Federais, CDs, *Commercial Papers*; realizavam acordos de recompra; operavam com eurodólares e tomavam empréstimos no banco central, entre outras, o FED ficava cada vez mais fraco em controlar o financiamento bancário. E quanto mais crescia as opções de reposicionamento e de instituições envolvidas, mais ineficaz era suas estratégias devido a baixa preponderância e defasagem das suas políticas na oferta de crédito. Minsky (2013, P.84) ilustra essa situação:

Sob tais condições, a impaciência dos planejadores econômicos em alcançar resultados tenderá a contribuir para excesso e erros graves. A possibilidade de que as ações de política venham empurrar a economia para uma crise financeira aumenta com o número de mercados utilizados para o reposicionamento bancário e com a proporção de ativos que podem ser

transacionados em vários mercados. Assim, a evolução financeira ocorrida no pós-guerra aumentou o potencial de instabilidade econômica.

Assim podemos concluir que o sistema bancário voltava a uma fase de inovações, complexidade e instabilidade, na qual os depósitos à vista são substituídos pelos depósitos a prazo e o financiamento da economia está mais centrada no desejo das corporações financeiras do que dos encarregados pela política monetária.

### **1.3 - Inovações financeiras bancárias e a internacionalização financeira**

No pós-guerra, é urgente para a manutenção do sistema capitalista a reconstrução dos países destruídos pela 2ª guerra. E em 1944 é firmado o Acordo de *Bretton Woods*, que promove auxílio para as nações em quadro de calamidade, além de formular as diretrizes para uma nova ordem econômica, como normas financeiras e de comércio, o padrão dólar-ouro e a criação do Fundo Monetário Internacional (FMI) e do Banco Mundial.

No imediato pós-guerra é verificável uma grande expansão econômica acompanhada pelas multinacionais e o protagonismo dos EUA como líder na reconstrução dos países capitalistas. É primordial entender que o crescimento apresentado no período está ligado aos setores de bens duráveis e indústria pesada, que precisam de elevados montantes de capital para manter seus investimentos e são atividades desenvolvidas por grandes corporações.

A ascensão econômica guiada pelos norte-americanos impulsionou, na década de 1960, o crescimento da internacionalização financeira do capital. Ou seja, as fronteiras geográficas passam a ser cada vez mais simbólicas, o que representa muito para o capital produtivo e o financeiro.

O 1º atua principalmente, como mencionado acima, nos ramos de bens de consumo duráveis e da indústria pesada, e é beneficiado pela reconstrução da Europa e parte da Ásia, e pelos gastos militares, conhecidos por desenvolverem novas tecnologias e setores econômicos. A tecnologia mais importante do período era proveniente da 2ª revolução industrial. Essa necessita de grande acúmulo de capital para a realização dos empreendimentos, o que promove a demanda por um grosso montante de empréstimos. No mesmo momento, o capital financeiro desfrutava das recompensas geradas pela sua estratégia

de diminuir o peso dos passivos mediante propagação de novas aplicações, táticas de reposicionamento e do surgimento dos euromercados. Isto é, um mercado de dólares fora dos Estados Unidos. Os depósitos bancários extraterritoriais já eram comuns nos anos anteriores, porém se aprofundam e, em vez de serem repatriados, são utilizados como crédito no mercado internacional. A flexibilidade descrita do capital financeiro e sua capacidade de inovar garantem a condição dos bancos como financiadores dos grandes projetos dos oligopólios.

Sobre o assunto Corrêa (1996, p.47) destaca que:

A referida expansão do pós-guerra deve ser entendida como derivada, ainda, da onda de difusão tecnológica advinda da segunda revolução industrial, nos setores líderes da expansão (bens duráveis e indústria pesada) em todas as economias capitalistas avançadas. A tecnologia dominante nestes setores, centrada em plantas enormes que operam com capital fixo que extremamente indivisível exige, conforme já mencionamos, a centralização de grandes volumes financeiros está ligada ao aparecimento de empresa gigantesca (sociedades anônimas) internacionalizam este padrão de crescimento.

A estabilidade monetária e econômica proposta e aceita em *Bretton Woods* passava pela hegemonia americana. O padrão dólar-ouro estabeleceu que 35 dólares equivaleriam a 31,1 gramas de ouro, dificilmente os norte-americanos teriam uma quantidade de ouro em suas reservas corresponde a quantidade de dólares disponível no mercado, mas o poder econômico e político dos americanos permitiu que a sua moeda fosse vinculada ao ouro, e assim tornasse o parâmetro do novo sistema monetário internacional. Os *superávits* na conta corrente americana e a escassez de dólares fora dos EUA, associada a demanda mundial de dólares também contribuiu para a legitimação do poder internacional do dólar.

A adoção do padrão dólar-ouro fortalece ainda mais a hegemonia americana, pois ao ter o dólar como principal moeda, o poder político dos EUA é reforçado. Corrêa (1996, p.46) explicita:

“A manutenção da paridade dólar-ouro e as demais moedas adotada a partir daí faz com que o dinheiro americano sirva como moeda de intervenção e o valor das várias moedas nacionais se traduza no seu valor, solidificando,

portanto, a hegemonia do dólar e consigo a dos Estados Unidos, país que no imediato pós-guerra detém as reservas em ouro. ”

O movimento de internacionalização bancária do período está diretamente relacionado com o crescimento econômico no pós-guerra. Como já salientado, a expansão econômica do período foi caracterizada pelo consumo de bens duráveis e pela indústria pesada, o que implica em tecnologias cada vez mais elaboradas e de grandes montantes de financiamento.

Os Estados Unidos se responsabilizou em auxiliar na reestruturação dos países afetados pela 2ª Guerra por meio de recursos de longo prazo, o que facilitou a melhora da economia desses países, mas também favoreceu a entrada das empresas americanas em outras fronteiras. Esse processo de internacionalização ocorreu em "via dupla", pois assim como os produtos e empresas norte-americanas entravam em outras economias, o mesmo ocorria em caminho inverso. Especialmente para os alemães e japoneses, que possuíam avançadas tecnologias, empresas financeiras e força exportadora.

Alemanha, Inglaterra, Japão passam a crescer suas exportações de manufaturados, concorrendo com os Estados Unidos. Esse último perde competitividade. Sua balança comercial começa a piorar e a situação de "escassez de dólares" passa a se reverter. É um período de forte crescimento mundial e de grande crescimento da demanda por empréstimos.

Os frequentes gastos militares, transferência de recursos para os países europeus e asiáticos, seja por empréstimos, transferências unilaterais, investimento direto, e perda de competitividade por parte dos americanos provocaram recorrentes *déficits* no balanço de pagamentos dos EUA. A solução para tal foi o controle dos fluxos de capital. Pelas novas normas impostas, as empresas americanas estavam proibidas de tomar crédito em seu país de origem, entretanto os bancos americanos que atuavam fora do seu território nacional foram constantemente requeridos, dessa maneira os bancos deram continuidade ao processo de internacionalização, apesar da tentativa falha do seu governo.

Do lado dos bancos norte-americanos, as tentativas de controlá-los ao longo dos anos 1960: estabelecendo tetos de juros e empréstimos, incentivou os mesmos a buscassem novos mercados, dirigindo-se a um processo de internacionalização. Esse é um dos fatores a influenciar na nova dinâmica financeira internacionalizada: a internacionalização dos bancos

americanos com suas inovações financeiras num momento de crescimento econômico e de busca por empréstimos.

Essa dinâmica é um dos elementos a explicar o crescimento do chamado Euromercado. Note-se, no entanto, que não é o único fator. Do lado do crescimento da demanda por empréstimos, há também o aumento da oferta de empréstimos, que esteve relacionada à possibilidade dos detentores de dólares fora dos Estados Unidos poderem fazer depósitos e aplicações em dólares fora dos Estados Unidos.

Esse movimento foi possível a partir da decisão da Inglaterra de permitir a implantação de mercado *off shore* em seu território, permitindo transações em dólares.

Nesses termos, estava aberta a possibilidade dos bancos que operavam com dólares, criarem moeda em dólar, fora dos Estados Unidos. E, quem eram os grandes depositantes? Eram as grandes corporações exportadoras europeias, os bancos centrais do mundo, inclusive da cortina de ferro, os países produtores de petróleo. Essa dinâmica de permissão de depósitos e transações em dólar na Europa gerou os chamados “eurodólares”.

Assim, o mais marcante elemento do processo de internacionalização bancária é o Euromercado. Isto é, um mercado de dólares fora dos Estados Unidos. Ademais, deve-se destacar que o *Euromarket* está diretamente relacionado às inovações financeiras do período pós-1960. Contudo depósitos bancários extraterritoriais já eram comum nos anos anteriores, o que muda é a não repatriação e uso desses como crédito.

Dessa forma, o desenvolvimento e uso abundante do Euromercado (ou da internacionalização bancária) é explicado pelas seguintes razões: (a) posteriormente a crise da Libra, as autoridades inglesas passaram a dificultar o financiamento em Libra e a solução encontrada pelos bancos ingleses foi utilizar o dólar; (b) os países comunistas passaram a depositar dólares em bancos europeus, ao invés dos bancos americanos, o motivo era o medo das autoridades americanas bloquearem os dólares; (c) o acordo monetário europeu, esse facilitou o desenvolvimento do mercado de eurodólares devido a convertibilidade entre as moedas; (d) o *déficit* no balanço de pagamentos americano, como já descrito, esse fator encadeou o crescimento dos bancos americanos e da sua oferta de crédito fora dos EUA; (e) a demanda das empresas por financiamento para bancarem as suas operações e (f) vantajosos investimentos ofertados pelo Euromercado, esse oferece papéis de curto prazo e de maturação mais longa, como os "*Eurobonds*" - títulos emitidos por corporações e governos.

O desenvolvimento do Euromercado está relacionado ao processo de "multinacionalização" e de inovações financeiras, que por fim fortalece a internacionalização bancária.

Sendo assim, pode-se concluir que o fator que permitiu o transacionamento de operações financeiras em dólar, fora dos Estados Unidos foi o Euromercado, contudo é essencial dar destaque para os antecedentes (e justificativas) da sua criação, ou seja, a necessidade de crédito por parte das corporações; a busca dos bancos para se desvincularem das regulações e a flexibilização dos *making position* encaminharam os bancos e o sistema para a sua expansão.

Como se percebe, o Euromercado se formou e progrediu diante de fatores de aumento de demanda por empréstimos, que obteve a resposta de uma forte expansão da oferta de empréstimos. Como foi dito, esse é fruto do crescimento econômico do período e dos seus benefícios e dificuldades criadas pelo/para os EUA.

Os gastos militares, os investimentos americanos fora das suas fronteiras, o crescimento da indústria alemã e japonesa em relação aos americanos, o dólar como principal moeda, os acordos monetários, a convertibilidade entre as moedas e o uso do dólar como moeda internacional agiram com protagonismo sobre o Euromercado do lado da oferta.

Do lado da demanda, os principais elementos foram a busca de financiamento pelas corporações em um período de expansão das economias avançadas, e as tentativas das instituições financeiras e bancárias de diversificarem os instrumentos de reposicionamento.

Ora, essa dinâmica leva a uma expansão sem precedentes da magnitude do fluxo de empréstimos nas contas dos balanços de pagamentos dos países. As contas financeiras do Balanço de Pagamentos dos países passam a aportar volumes muito superiores do que nos períodos anteriores. Esse crescimento dos volumes esteve fortemente relacionado à rubrica de empréstimos bancários (Outros Investimentos- Empréstimos). Essa dinâmica põe por terra a institucionalidade acordada em *Bretton Woods* – mais especificamente a questão do câmbio relacionado ao padrão dólar-ouro.

Pode-se concluir que o Euromercado estava cada vez mais presente no sistema financeiro, o que deixava os EUA com menos influência sobre a sua própria moeda e tendo dificuldade em lidar com seus *déficits* no balanço de pagamentos. Esses são piorados não só pelos empréstimos cedidos em dólar a Europa, mas também pela baixa competitividade de

seus produtos, as transferências de renda com os gastos de guerra e investimentos das multinacionais americanas.

Os investimentos e o conseqüente crescimento econômico foram fomentados pelos empréstimos bancários tanto nos países avançados como nos periféricos. O que implica numa dívida para ambos, porém a situação para os países periféricos é mais complexa, afinal sua moeda é mais fraca no mercado monetário, o que torna o processo especulativo ainda mais perigoso para essas economias.

#### **1.4 - Consequências das inovações financeiras dos anos 1960 e 1970**

##### **1.4.1 - Maior flexibilidade para os bancos e menor capacidade do Banco Central de controlar a criação de moeda: o crescimento do endividamento e as pressões inflacionárias**

Os anos dourados do capitalismo somente foi possível graças ao endividamento norte-americano, representado pelos seus frequentes *déficits* no balanço de pagamento, e pela aceitação geral dos agentes em se endividarem, como é o caso das empresas e das famílias, que necessitavam de crédito para produção e consumo, respectivamente. A expansão de crédito não resultou apenas na recuperação econômica, mas também na descentralização do poder das autoridades monetárias.

O principal mecanismo de controle monetário é o recolhimento compulsório, entretanto as novas possibilidades financeiras: certificado de depósito, *commercial papers*, acordo de recompra, empréstimos internacionais não estão limitados as reservas bancárias. E esses criam um sistema de ativos e passivos de elevada complexidade, precarizando a relação entre as políticas do FED e o nível de crédito na economia. Sobre a discussão Minsky (2013, p.84) garante que “quando maior o volume de alternativas de reposicionamento bancário e outras instituições, mais lenta será a resposta da oferta de financiamento às ações do FED”.

Um exemplo da complexidade formada no mercado bancário é a contração de crédito em 1970. O FED adota uma política restritiva para conter a capacidade de financiamento dos bancos. Mas os bancos com filiais no exterior conseguiram escapar da estratégia do FED

simplesmente transferindo seus fundos para suas filiais fora do país. E assim, a oferta de crédito pode continuar, agora, fora da zona de influência da autoridade americana.

A opção possível às autoridades monetárias é a operação de *open market*. Ou seja, a interferência dos Bancos Centrais no mercado de títulos. Por meio da venda e compra de títulos da dívida pública, as autoridades controlam a oferta de moeda e o patamar do juros.

Como é de se esperar, o poder dos bancos comerciais em criar moeda aumenta em relação ao período no qual a grande opção dos bancos para reposicionamento era dos títulos públicos. A capacidade privada de criar moeda estoura no endividamento geral da economia, como já apontado. Os bancos ao renegociarem e oferecerem dívidas criam um ciclo de endividamento, na qual os próprios bancos estão incluídos. A concorrência entre as instituições bancárias, “forçam” essas a oferecerem taxa de retornos cada vez maiores em troca de novos recursos. As empresas seguem a mesma lógica, ao decidirem se financiarem via *commercial papers*. Certamente, as corporações caminham para uma estrutura de financiamento pouco estável.

De modo geral, são três os principais sistemas de financiamento de posições: *hedge*, especulativo e *ponzi*.

O sistema *hedge* é o classificado como seguro. Nele espera-se que o fluxo de caixa esperado de um investimento seja suficiente para quitar os compromissos no período. Sendo realista, nesse caso, os agentes não podem ter uma grande quantidade de dívidas. Os demais são mais inseguros, pois envolvem fluxos de caixa inferiores ao necessário para arcar com os custos, mas no caso *ponzi* a situação é agravada porque os custos aumentam nominalmente, já que capitalizam juros dentro da sua estrutura de obrigações.

O financiamento especulativo requer o rolamento da dívida. Como a receita proveniente de um bem ou ativo financeiro é menor que as dívidas a honrar não há outra opção a não ser recorrer ao mercado financeiro. Para esse sistema o financiamento é de curto prazo e os bancos são a exemplificação das organizações especulativas (MINSKY, 2013, p.287). Evidentemente, existe uma fluidez entre os diferentes sistemas, um investimento mal sucedido pode transformar uma empresa *hedge* em especulativa e um aumento da receita ou o financiamento das dívidas pode criar novas organizações especulativas.

No sistema *ponzi*, a situação é crítica devido ao peso dos juros sobre o principal. Ou seja, o valor da dívida aumenta consideravelmente com o tempo, ao contrário do que ocorre

na posição especulativa. Em ambos esses casos, o planejamento envolve o financiamento (ou refinanciamento) ou à venda de ativos para quitar os compromissos adquiridos no passado.

É importante observar que as empresas *hedge* dependem apenas do fluxo de suas receitas para saldar suas dívidas, enquanto as instituições especulativas e *ponzi* dependem das condições do mercado financeiro, principalmente da abertura em se negociar dívidas e do nível de juros. Esse último pode alterar o número de empresas especulativas e *ponzi* pela simples diminuição ou aumento em seu valor real.

Por via de regra, o crescimento econômico faz com que as empresas e bancos expandem sua produção e empréstimos e outros artifícios financeiros para a aumentarem seus lucros. A fase de prosperidade mina a percepção dos bancos sobre os riscos e torna as atividades mais arriscadas, na qual a valorização dos novos ativos produzidos pelas inovações financeiras é mais importante do que o fluxo de caixa. Então, diante da desaceleração do ciclo econômico a capacidade de pagamento é visivelmente prejudicada, e muitos não conseguiram pagar nem o principal e nem o juros, colocando a economia em um cenário de instabilidade.

No período de 1960 e 1970, as empresas eram majoritariamente de estrutura especulativa e *ponzi*, e tiveram que fazer uso de transações em carteira para honrar as dívidas, especialmente após a inflexão dos Certificados de Depósitos e *Commercial Papers*. Tendo assim, forte dependência do mercado financeiro e dos socorros concedidos pelo *Federal Reserve Bank*. De acordo com Minsky, uma economia na qual transações de carteiras de títulos são amplamente usadas para obter meios de se fazer pagamentos no balanço pode estar predisposta a crises: é, pelo menos, financeiramente frágil em potencial (MINSKY, 2013,p.283).

No arrocho de crédito na década de 1960, por exemplo, o banco central americano teve de atuar garantindo a manutenção do sistema, assim como fez na crise dos *commercial papers*, porém no segundo caso ainda é estimulado a formação de sindicatos bancários para refinar as posições dos organizações que não tinham acesso legal aos fundos e é formalizado regras para a emissão dos *commercial papers*, na qual cada emissão desse papel deve envolver uma linha de crédito para seu resgate.

Note-se que os bancos também passam a ter um perfil mais especulativo. Nas décadas de 1960 e 1970 se apresentou a possibilidade concreta de rompimento do sistema financeiro, com a corrida contra os certificados bancários e depois também contra os *commercial papers*.

Nessa situação, os bancos centrais têm maior dificuldade de controlar a moeda, mas passam a ter o papel importante de emprestadores de última instância "segurando a crise". Nesses termos, a expansão gera ganhos bancários e para as empresas, sendo que esses ganhos são privados. Já nos momentos de instabilidade, cabe ao Banco Central a atuação, coletivizando a perda, uma vez que a "socorre" os bancos, via lançamento de títulos de dívida pública.

Outro comentário importante é que, ao perceber que o Banco Central atua contra a crise mais profunda, mantém-se o processo de expansão do crédito logo após o ajuste e o crescimento do endividamento, o que gera continuamente impactos inflacionários.

#### **1.4.2 - Internacionalização financeira, criação de dólar fora dos Estados Unidos e movimentos cambiais influenciados pelo "lado financeiro" do balanço de pagamentos: a instabilidade dos juros e do câmbio**

Conforme indicado o avanço dessa dinâmica para os mercados financeiros mundiais gerou forte criação de moeda fora dos Estados Unidos e com baixo controle das autoridades responsáveis. De fato, o processo de crescimento do endividamento passa a ser um fenômeno mundial e as posturas financeiras passam a ser cada vez mais especulativas.

Note-se, no entanto que os Bancos Centrais não podem proteger os bancos internacionais. O mercado interbancário passa a ser um fator fundamental para a continuidade dos empréstimos. O que se observa é que a instabilidade da criação de moeda e a possibilidade de reversões está internacionalizada.

Ocorrem fortes entradas e saídas de recursos pelo lado da conta financeira do balanço de pagamentos de países credores e devedores. Os volumes de recursos que entram e saem por essa conta passam a ter peso superior comparado com os movimentos de conta corrente. Nos momentos de instabilidade pode haver uma parada abrupta de empréstimos. Esses

fatores afetam fortemente o câmbio dos países devedores, que passa a ser fortemente influenciado por variáveis financeiras.

Do lado dos Estados Unidos, ao longo dos anos 1960 e 1970, ele estava perdendo competitividade, o que deveria gerar um movimento de desvalorização. No entanto, a dinâmica do dólar ser o centro do sistema não permitia esse movimento. Na verdade, os grandes detentores de capitais estavam aplicados em dólar.

No imediato pós guerra, saía-se de uma situação de “escassez de dólares”. Agora, tratava-se de uma situação de "abundância de dólares" fora dos Estados Unidos. Os EUA, por meio da política de "negligência benígna" realizavam uma desvalorização lenta e quase contínua do dólar, mantendo-se os *déficits* no BP.

Assim, os EUA estavam dispostos a manter os seus *déficits*, o que cria uma onda especulativa contra o dólar, prejudicando a manutenção do câmbio pelas autoridades. Um dos movimentos importantes nesse histórico foi o de que nos anos 1970 houve forte tentativa dos detentores de dólares de transformar esses ativos em ouro (conversão). No entanto, os Estados Unidos definiram a não conversão de sua moeda em ouro.

Conforme já comentado, durante o padrão dólar-ouro, as taxas de câmbio eram mantidas fixas. Mas, diante dos problemas enfrentados pelo balanço de pagamento americano, o presidente Nixon, em 1971, decide abandonar a conversibilidade dólar-ouro. Após isso, desvaloriza o câmbio e passa a adotar o regime de câmbio flutuante, na verdade, a flutuação suja.

Corrêa (1996, p.55) enfatiza que:

A partir da decretação do fim da paridade entre o dólar e o ouro, fica explícito que as flutuações nas taxas de câmbio não refletem apenas a situação de comércio exterior de cada país, mas trazem também um importante componente especulativo que reflete, principalmente, movimentos financeiros de curto prazo.

Outra dinâmica paralela é o avanço das taxas de juros flutuantes. Outra razão para a adesão é a dificuldade dos bancos em emprestar a taxas de juros fixas em momentos de extrema incerteza, especialmente quando os tomadores exigem empréstimos de médio e longo prazo.

As taxas de juros flutuantes passam a expressar a influência da especulação na determinação do câmbio. E o câmbio intervém na formação das taxas de juros interna dos países, isto é, tem-se que as taxas de juros podem ser modificadas via especulação. O que cria uma abertura de instabilidade nos mercados financeiros e na volatilidade da taxa de juros dos países. A opção pelos juros flutuantes também transfere boa parte dos riscos para o tomador do empréstimo, agravando a fragilidade do sistema por causa do grande fardo que é dirigido aos devedores.

O que estava claro é que existia um desalinhamento do câmbio e fortes pressões inflacionárias.

### **1.4.3 - A explicitação da dinâmica especulativa e variação abrupta de juros e câmbio nos mercados mundiais**

Resumindo as ideias acima, na tentativa de diminuir os riscos, os bancos estabeleceram taxas de juros flutuantes, e assim, empréstimos de médio e longo prazo se tornaram mais ofertados pelos bancos, contudo o risco concentra-se no devedor.

Note-se que nos anos 1970, a economia americana e a mundial ainda nutriam crescimento econômico, contudo destacava-se o forte endividamento efetuado através de créditos bancários consorciados, que haviam se expandido também para os países periféricos.

Novamente, os anos 1960 deixaram como herança um forte crescimento das finanças bancárias que internacionalizaram-se e tornaram-se de mais difícil controle. A instabilidade ligada ao sistema de criação de moeda, gerador de forte endividamento deixava claro a possibilidade de disrupção constante. Mesmo considerando que o banco central norte americano havia socorrido seu sistema financeiro e sua moeda, estava claro que não poderia socorrer o sistema bancário mundial. Observamos uma instabilidade financeira incorporada pelo descasamento de prazos (a demanda por empréstimos era de médio e longo prazo e os passivos do banco eram de curto prazo), forte concorrência bancária, incorporação de devedores mais frágeis e alta exposição a riscos, grande quantidade de empréstimos para um número limitado de países e dependência dos bancos às atividades externas.

Então, com esse histórico as inovações financeiras da década de 1970 apresentaram um caráter defensivo dos bancos contra os controles (flexibilização dos passivos); contra as

variações inflacionárias (juros flutuantes). O que se observou, no entanto foi que essas inovações geraram um sistema muito mais volumoso, mais internacionalizado, mais especulativo e mais instável. A dinâmica dos juros e do câmbio ficaram fortemente atrelados a essa dinâmica financeira.

A disrupção dessa dinâmica ocorre no final da década de 1970. Na busca de solução para a inflação os norte-americanos adotam uma política monetária restritiva sob a direção de Paul Vocker. O intuito era reduzir a oferta de crédito, elevando as taxas de depósitos compulsório e a taxa de juros real americana. Com a restrição do crédito nos EUA fez-se necessário o financiamento em novos mercados, porém as taxas de juros estavam em forte alta.

É fácil deduzir que o aumento das taxas de juros aumentou rapidamente as exigibilidades em dólar dos países periféricos, afinal os empréstimos efetuados eram fortemente relacionados a taxas de juros flutuantes. Ademais, a situação desses países foram pioradas com o aumento do preço do petróleo, o que deteriorava seus termos de troca e seus balanços.

A política de Paul Vocker e o encarecimento do preço do petróleo encaminhou a economia mundial numa grande recessão, e ao mesmo tempo valorizou o dólar, enquanto que a pressão para a desvalorização do câmbio nas economias periféricas fez efeito.

É notável assim, a possibilidade de variação abrupta e inesperada dos juros e do câmbio, explicitando-se o caráter instável dessa nova dinâmica financeira internacionalizada.

## **Capítulo II**

### **Inovações financeiras dos anos 1980 e 1990**

## **2.1 - O início dos anos 1980 e a forte instabilidade financeira internacional**

### **2.1.1 - O impacto do aumento dos juros sobre os países devedores e os bancos**

Graças ao choque Vocker, os juros dobram e assim as exigências de pagamento em dólares tornam-se muito maiores. A dívida dos países e famílias ampliam-se tanto que os bancos optam por controlar seus empréstimos, promovendo a estagnação do crescimento dos empréstimos, aumentando a dificuldade de pagamento dos países devedores. O ideal para responder a dívida externa seria o câmbio flutuante e a valorização da moeda, entretanto os países da periferia enfrentavam problemas no balanço de pagamentos e tiveram que fazer o contrário. A desvalorização do câmbio nesses países piorou sua solvência. Países como México, Argentina, Equador e Brasil anunciaram que não iriam honrar o pagamento.

Em resumo, na década de 1980, os países periféricos tiveram suas dívidas externas agravadas com a crescimento dos juros, motivada pelo combate à inflação nos EUA e Inglaterra, e assim passaram a enfrentar dificuldades em quitar as suas obrigações, afinal suas dívidas eram pós-fixadas nas taxas *Prime* e *Libor*, chegando a declarar moratória ao longo da década. A problematização sobre o pagamento da dívida externa, automaticamente, atingiu os bancos – credores da dívida. Os pequenos bancos internacionais são os que apresentaram pior situação de balanço, contudo tal quadro era geral.

Os bancos emprestadores passam a ter ativos de difícil recebimento e o não recebimento dos empréstimos gerou situações de dificuldade de solvência. O mercado interbancário passa a não querer emprestar para os bancos com problemas de balanço. Essa dificuldade bancária é um dos elemento adicionais para a não expansão do crédito em nível internacional. Os bancos não conseguem recursos para corrigir a situação negativa de seus balanços.

### 2.1.2 - As corporações e os empréstimos via mercado de capitais.

As grandes corporações, bem posicionadas percebem que poderiam conseguir empréstimos em mercado de capitais, lançando títulos de dívida direta, inclusive pagando taxas menores do que as oferecidas pelos bancos. Os compradores desses títulos (os emprestadores) seriam os investidores institucionais – especialmente os fundos mútuos (*Mutual Funds*) e os fundos de pensão.

É importante notar que os fundos passam a concorrer com os bancos na tomada de recursos. Os fundos mútuos passam a atrair recursos dos detentores de capitais, prometendo rápida e boa rentabilidade. O que consolida a lógica de aplicações com grande potencial de reversão. Isto é, os gestores de fundos podem mudar de opinião muito rapidamente, por movimento conjunturais e podem decidir vender determinados papéis e comprar outros, a depender do contexto. Essa lógica de curto prazo também é incorporada pelos fundos de pensão. O intervalo de compra e venda de papéis é cada vez menor.

Outro comentário importante é que esses investidores institucionais, assim como as grandes corporações lucrativas, que querem aplicar seu capital, o fazem considerando uma dinâmica global, comprando papéis em diferentes moedas e mercados. Além disso, é devese lembrar que a dinâmica estava internacionalizada. O consenso de Washington, de outra parte, foi importante para gerar a crença generalizada de que a abertura comercial e financeira, em conjunto com a redução do papel do Estado seriam centrais para corrigir os desajustes dos países periféricos. A isso se soma a ação do FMI que utilizava o mesmo diagnóstico para emprestar recursos aos países devedores, exigindo políticas de austeridade e abertura.

Dessa forma, os países paulatinamente adotaram o processo de abertura e as aplicações passaram a ser efetuadas considerando-se diferentes mercados. Assim, as instituições de depósitos sofreram forte concorrência. Não só com os fundos mútuos locais, mas também tiveram que enfrentar a concorrência de papéis do mundo todo. A criação e propagação de sistemas informacionais é central para esse processo.

As instituições captadoras de depósitos estavam assim problematizadas, pois elas são fortemente reguladas, conformando o lado dos chamados “intermediadores financeiros”. Já os fundos de investimento e de pensão não têm a mesma regulação e podem gerar

rentabilidades mais atrativas a seus aplicadores. Essa concorrência foi gerando uma pressão para a desregulamentação dos mercados de crédito. À medida que essas desregulamentações passaram a ocorrer, avançou o processo de “desintermediação”, pois deixava de ficar claro quem eram os intermediadores financeiros.

De forma geral, uma das dinâmicas importantes de entender é que reduziu a participação dos bancos nas transações financeiras. A tabela abaixo ilustra o declínio da participação relativa dos bancos. Nos anos de 1929 até 1949, a participação dos ativos bancários no total dos ativos dos intermediários financeiros era superior a 40%, mas na década de 90 encontra-se na casa dos 30%, é visível a derrocada da presença dos ativos dos bancos comerciais.

**Figura 2 – Participação Relativa dos Ativos dos Intermediários Financeiros dos EUA para Vários Anos (%)**

	1929	1939	1949	1960	1970	1980	1990	1994
Bancos Comerciais	45,9	40,0	42,3	38,6	38,5	37,2	30,4	28,6
Associações de Poupança	12,0	10,5	9,9	20,1	20,8	21,2	14,5	9,0
Poupança e Empréstimos	12,0	10,5	9,7	19,0	19,4	19,6	12,5	7,0
Cooperativas de Crédito	0,0	0,1	0,2	1,1	1,4	1,6	2,0	2,0
Companhias de Seguro	16,0	21,2	19,7	24,0	19,1	16,0	17,4	17,6
Seguro de Vida	12,1	17,6	16,0	19,6	15,3	11,5	12,5	13,0
Outros	3,8	3,6	3,8	4,4	3,8	4,5	4,9	4,6
Fundos de Pensão	22,2	25,5	25,5	9,8	13,0	17,4	21,6	24,6
Individual	20,8	21,1	13,4	-	-	-	-	-
Privado	0,3	0,6	1,6	6,4	8,4	12,5	14,9	16,2
Público	1,0	3,7	10,5	3,3	4,6	4,9	6,7	8,4
Companhias de Investimentos	2,1	1,0	0,9	2,9	3,6	3,6	10,5	15,0

Fundos Mútuos	-	-	-	2,9	3,6	1,7	5,9	10,8
Mercados Monetários	-	-	-	-	-	1,9	4,6	4,2
Companhias Financeiras	1,8	1,8	1,7	4,7	4,9	5,1	5,6	5,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Extraído de Cintra (1998, p.191)

Assim, com o avanço das operações de empréstimos via mercado de capitais, observou-se o crescimento do número e perfil de papéis transacionados. Paralelamente, com o aumento dessas transações, também se estabelecem novas “engenharias financeiras” envolvendo operações de mercados de créditos e de capitais. A maior operação em mercado de capitais e em operação com *securities* (títulos) ficou conhecido como “processo de securitização”, que será comentado posteriormente. Nesse processo, para além da redução da participação dos bancos na oferta de empréstimos, é preciso destacar que a forma de sua operação mudou. Em nível internacional a operação básica do Sistema Bancário passa por importante transformação.

Uma segunda dinâmica central das inovações pós anos 1980 foi a da atuação de mercados derivativos, que foram criados para contrabalançar a instabilidade de preços, juros e câmbio.

Nesses termos, as inovações financeiras dos anos 1980 dizem respeito a esses dois grupos:

- Processo de securitização
- Operações com derivativos (mercados futuros, opções e operações swaps)

De outro lado, outra questão importante é o avanço dos investidores institucionais e o papel das agências de *rating* nesse processo. São essas as questões que veremos a seguir, apresentando também os impactos dessas inovações sobre: juros, câmbio e dívida pública dos países.

## 2.2. O processo de securitização

Para adentrar a análise sobre a engenharia financeira de securitização deve-se destacar o papel dos bancos. Foi explicitado anteriormente, a contração do crédito por parte desses na época da moratória e a criação das securitizações, que resultou em uma maneira mais barata de financiamento, dessa forma a diminuir a participação dos bancos no mercado de crédito para empresas. Esses acontecimentos podem criar a ideia que os bancos perderam importância dentro do sistema financeiro, mas a verdade é que os bancos recriaram a sua forma de atuação, a contração do crédito destinado as corporações aconteceu, mas a atividade continuou para o consumo e empréstimos imobiliários. E, os bancos conseguiram renovar sua participação no mercado atuando na própria securitização, por meio do lançamento de títulos de dívida direta, do *underwriting* e compra de ativos.

Durante o período foi exigido dos bancos maior disponibilidade de reservas, o que provocou novos processos de inovações financeiras para “fugir” das regulações. Córrea (1996, p.63) destaca que:

Paralelamente ao processo liberalizante, aumenta o rigor das autoridades supervisoras quanto ao exame dos requerimentos de capital, processo que incentiva as inovações, posto que a pressão por coeficientes de capital mais elevado incentiva os bancos a realizar operações não registradas em balanço (*off-the-balance-sheet*), tais como: securitizações, *swaps*, operações em mercado futuro e de opções.

A contração do crédito por parte dos bancos também afetou as empresas, que foram forçadas pelas circunstâncias à adquirem capital por outros meios. Assim, novas inovações financeiras foram se desenvolvendo com o claro intuito de contornar o estrangulamento do crédito no mercado bancário. Uma das inovações criadas foi a securitização, na qual as corporações emitem valores mobiliários no mercado de capitais, com a finalidade de se auto financiarem.

Pode-se dizer, que a securitização representa uma concorrência sobre o mercado de crédito e, inclusive, cria ativos mais líquidos, visto que os empréstimos bancários são extremamente ilíquidos, e as *securities* apresentam a vantagem de serem negociáveis em mercados secundários, ou seja, há uma transformação de ativos não negociáveis em títulos

negociáveis em mercados organizados. Além do mais, a securitização permite a transferência dos riscos intrínseco aos títulos mobiliários a quem os compra.

Minsky (2008) alega que “securitization reflects a change in the weight of market and bank funding capabilities: market funding capabilities have increased relative to the funding abilities of banks and depository financial intermediaries”. O escritor também argumenta que crise do crédito criou oportunidades para técnicas de financiamento não bancário. É que:

The monetarist way of fighting inflation, which preceded the 1979 “practical monetarism” of [then–Federal Reserve Chairman Paul] Volcker, puts banks at a competitive disadvantage in terms of the short-term growth of their ability to fund assets. Furthermore, by opening interest rate wedges, monetary constraint provides profit opportunities for innovative financing techniques.

A securitização, então, envolve o avanço das operações de endividamento via lançamento de títulos de dívida direta (*securities*), e este processo se espalhou pelo mundo graças ao avanço dos processos de abertura financeira que ocorreram ao longo do final dos anos 1980 e durante os anos 1990.

Um dos pontos importantes desse processo é a compreensão de que o movimento é complexo pois, além do avanço desse tipo de endividamento, o processo de securitização – visto amplamente – envolveu a construção de “novas engenharias financeiras” que comportam uma grande gama de agentes.

Essas “novas engenharias financeiras” englobam os compradores e lançadores de títulos, os bancos como subscritores, compradores de papéis e lançadores também de títulos próprios, companhias de seguro efetuando seguros de risco, como também agências de *rating* efetuando informações e análises para títulos em diferentes países do mundo.

Assim, o processo de securitização engloba assim um grande número de agentes, atuando em diferentes posições do processo. Dentre esses agentes, é importante analisar quem são os grandes compradores dos títulos lançados, sendo essencial compreender seu perfil e como operam. Nos mercados financeiros ao redor do mundo os principais compradores são os investidores institucionais (os *money market funds*: fundos mútuos e de pensão), as grandes corporações (SAs), grandes bancos e também governos. São essas

instituições as responsáveis por adquirirem os títulos securitizados das empresas e também os títulos lançados por governos (tanto da dívida externa, quanto da dívida interna).

Em resumo, o mercado de *securities* funciona na seguinte linha: as empresas financeiras e não financeiras emitem títulos para financiarem suas atividades, os bancos se responsabilizam pelo *underwriting*, os fundos de investimentos e os próprios bancos adquirem esses títulos.

Nesses termos, abaixo esclarecemos, brevemente, três questões: (i) o papel e o avanço dos investidores institucionais como grande compradores de papeis; (ii) o papel das agências de *rating* ao apresentar sua classificação de “Risco Soberano” e ao apresentar seus cálculos de “Risco País”; (iii) a explicitação da “engenharia financeira” de securitização de recebíveis – essencial para a compreensão da crise de *subprime*.

#### (i) Os investidores institucionais

No contexto do avanço do processo de securitização, a importância dos investidores institucionais é explicada pelo seu papel enquanto compradores de títulos, conforme visto acima. Dentre eles destacam-se os fundos de pensão e os fundos mútuos. Esses últimos se destacam pela elevada alavancagem dessas instituições.

Inegavelmente, os investidores institucionais desempenham papel significativo nos mercados financeiros, com taxas expressivas de crescimento, como aponta a tabela 3. Os destaques são os fundos de investimentos e os fundos mútuos que apresentam crescimento superior a 20% na primeira metade da década de 1980.

**Figura 3 – Taxa de Crescimento dos Ativos dos Investidores Institucionais Americanos (%)**

	1981-86	1986-90
Fundos de Pensão	15,0	8,6
Companhia de Seguro	12,2	18,2
Fundos de Investimento	24,0	11,5
Fundos Mútuos	24,3	10,5

<i>Bank Trusts</i>	12,9	6,3
Outros	15,5	13,0
Total	15,2	11,0

Fonte: Brancato e Gaughan (1991, *apud.* Cintra e Freitas, 1998)

Os investidores institucionais são os principais compradores no mercado e buscam reestruturação constante de portfólio, inclusive fora dos Estados Unidos e majoritariamente em ativos de curto prazo, necessitando assim de liberdade econômica e normas internacionais flexíveis. Porém, estão submetidos a algumas regulações. Por exemplo, fundos de pensão somente estão autorizados a fazer aplicações financeiras em países cujo “risco soberano” estejam classificadas como “*investment grade*” pelas agências de *rating*.

## (ii) Agências de *rating* e conceitos de risco soberano e risco país

Como já dito, a nova engenharia financeira de securitização implica na transferência de dívidas do mercado de crédito para o mercado de títulos, atribuindo um caráter de liquidez as dívidas e as tornando negociáveis. Dessa maneira aumenta-se consideravelmente o número de emissores e de compradores no mercado, o que resulta na dificuldade em analisar os riscos por causa do elevado fluxo de informações. Nesse contexto, as agências de *rating* se popularizam e assumem um papel notável, atuando na qualificação das aplicações e seu trabalho acabam sendo vista como o “indicador do mercado”.

Assim, as agências de *rating* são instituição especializada na análise de crédito. São examinados instrumentos como: *bonds* soberanos de curto prazo, *bonds* corporativos, *bonds* municipais, *securities*, *commercialpaper*, certificados de depósitos dos bancos, produtos derivativos, a capacidade de pagamento das companhias de seguro, preço e volatilidade dos fundos mútuos, e outros.

As agências de *rating* desempenham uma robusta influência no mercado de títulos públicos, devido ao elevado número de opções de aplicações, os agentes não são capazes de estudar todas as possibilidades e todas as variáveis que cercam os seus resultados. Então é comum o aplicador se apegar a classificação dado pelas agências. A análise dessa, por fim, é a opinião da própria sobre o ativo, assim como é com qualquer outro agente do mercado. É importante notar que a influência de uma agência de *rating* é tão grande que caso uma política

pública não esteja de acordo com a interpretação das agências sobre retornos e capacidade de pagamento, essa recebe uma nota baixa, e assim, influencia negativamente a opinião dos aplicadores. Dessa forma, políticas macroeconômicas não validadas pelas agências ou pela opinião pública sofrem retaliação nos mercados financeiros por meio de baixa indicação e pouca procura. Cintra e Freitas (1998, p.210) enfatizam que os mercados financeiros têm a capacidade de vetar políticas macroeconômicas, principalmente aquelas que envolvem o endividamento do setor público, pois o aumento da dívida pública afasta a credibilidade.

São essas agências que dão “notas” para títulos públicos lançados por governos (títulos soberanos) e que configuram o que se convencionou chamar de “Risco Soberano” e também são essas agências que fazem o cálculo da percepção de risco que os mercados têm sobre papéis de governos negociados em mercados financeiros do mundo – o que se convencionou chamar de risco país”. Esses dos “riscos”, com diferentes significados, são indicadores importantes considerados pelos compradores de papéis para balizar suas decisões. Vejamos então esses dois conceitos.

### **Risco Soberano**

O risco soberano é um indicador do risco relacionado aos títulos (ou conjunto de títulos) lançados pelos governos no exterior. Trata-se da “nota” que as agências de *rating* emitem para o conjunto de títulos soberanos (de governo) de um determinado país.

No caso dessas “notas” as agências de *rating* indicam que é avaliada a capacidade e a disposição de um país honrar pontualmente e integralmente, o serviço da dívida. Para a classificação de risco de crédito, as agências de *ratings* recorrem tanto a técnicas quantitativas, como análise de balanço, fluxo de caixa e projeções estatísticas, quanto a análises de elementos qualitativos, como ambiente externo, questões jurídicas e percepções sobre o emissor e seus processos. Além de a classificação envolver avaliação de garantias e proteções (*hedge*) contra riscos levantados, também incorpora o fator tempo. Este último influencia a definição do *rating*, pois maiores horizontes implicam maior imprevisibilidade. Dessa forma, um mesmo país pode apresentar títulos de dívida com diferentes notas, de acordo com as garantias oferecidas, prazos estabelecidos, dentre outras características (Banco Central do Brasil, 2016, p.15).

Como vimos utilizam-se de uma série de indicadores, sendo que alguns dos critérios são: estabilidade política, estabilidade geopolítica, integração global, projeção (e o efetivo) do crescimento do PIB, resultado nominal do governo geral como proporção do PIB, relação dívida líquida do governo como proporção do PIB (DLSP/PIB), endividamento externo público e privado, estabilidade monetária. Na verdade, são ainda utilizados outros critérios, como o histórico de insolvência, além de critérios mais subjetivos, como o próprio conceito de “estabilidade política” (Corrêa & Pereira, 2014).

Assim, as agências de *rating* são as responsáveis por estabelecer as chamadas “notas de risco”, sendo que, com a globalização, o *rating* se apresenta como linguagem universal que aborda o grau de risco de qualquer título de dívida e quando o *rating* refere-se a um título de governo, convencionou-se chamar essas notas como sendo uma avaliação de “Risco Soberando”.

As classificações são ordenadas pela avaliação de risco de crédito em ordem decrescente. As classificações de risco de AAA/Aaa até BBB-/Baa são consideradas como grau de investimento (*investment grade*), enquanto as abaixo de BBB- são consideradas como de grau especulativo (*speculative grade*).

Na medida em que os compradores de títulos consideram essas notas para efetuar suas compras e vendas de papéis, mudanças nas mesmas afetam as decisões dos agentes. Note-se que as agências de *rating* são atores privados e passam a ter um poder incomensurável com o avanço do processo de securitização.

Mais à frente no trabalho, veremos a influência dessas agências sobre o preço dos títulos soberanos dos países periféricos da zona do euro como proliferação da própria crise de *subprime*.

### **Risco País**

Ainda dentro desse contexto, é importante destacar que outra classificação essencial, apresentada pelas agências de *rating* refere-se ao levantamento do que se convencionou chamar de “risco país”.

De acordo com o Banco Central do Brasil, o risco-país é um conceito que busca expressar o risco de crédito ao qual os investidores estrangeiros estariam submetidos quando compram títulos de dívida lançados pelo governo de um determinado país.

Nesse caso, não se trata de uma “análise das agências”, mas sim de colher movimentos de mercado que possam indicar uma melhora ou piora da percepção de risco sobre títulos lançados por governos (daí o conceito de “risco país”). Atualmente são considerados dois indicadores importantes:

- (a) O diferencial de juro (*spread*) exigido por um título de um país sob análise em comparação com um título lançado por um país considerado de “risco baixo”

Um importante indicador utilizado, nesse caso é o índice EMBI +, para o caso dos países emergentes (dentre eles o Brasil) calculado pelo Banco *J.P. Morgan Chase*. Ele é um índice ponderado composto por instrumentos de dívida externa, ativamente negociados e denominados em dólar, de governos de países emergentes. Seu cálculo é dado pela média ponderada dos retornos diários pagos por esses títulos aplicada ao índice do dia anterior. A variação do índice entre duas datas equivale ao rendimento da carteira no período (BCB, 2016, p. 6 e 7).

O EMBI+ é construído como uma composição de três tipos de instrumentos da dívida dos países emergentes: *bradies*, eurobônus, e empréstimos externos de entidades soberanas. O peso de cada instrumento é dado pela quantidade de papéis emitidos em relação ao percentual total dos instrumentos.

Uma série de números relacionados ao EMBI+ são divulgados pelo *JP Morgan*. No entanto, os mais usados são a taxa de retorno por um prazo determinado e o *spread over Treasury*. Trata-se do spread médio ponderado cobrado por um grupo de títulos da dívida pública externa do país sob análise em comparação com a taxa cobrada pelo título do Tesouro Norte Americano (taxa *Treasury*), considerado o títulos mais seguro do mundo.

Explicando de forma simplificada temos que a taxa de juros paga por um título soberano no exterior é matematicamente representada pela soma da taxa de juros internacional (do título considerado seguro) com o risco país.

$$i^* = i^{**} + \text{Risco País}$$

Na qual,  $(i^*)$  representa a taxa paga pelo título soberano no exterior e  $(i^{**})$  indica a taxa de juros internacional paga no título considerado seguro.

O *JP Morgan* faz esse cálculo para títulos de governo lançados em mercados financeiros globais, em dólar.

Note-se que, para além do índice EMBI+, existem outras medições de risco país, que usam metodologias semelhantes.

Também é possível estender essa mesma análise quando se trata de um título de governo negociado no mercado local do país sob análise (O *JP Morgan* não faz essa análise – considera apenas títulos negociados em dólar, sem risco de câmbio).

Nesse caso a equação é passaria a ser:

$$i^{***} = i^{**} + \text{Risco País } \pm \text{ forward premium}$$

Sendo  $(i^{***})$  igual à taxa doméstica de juros em moeda nacional e o *forward premium* a desvalorização (+)/valorização (-) esperada do câmbio medida no mercado futuro de câmbio (que engloba a desvalorização/valorização esperada e o prêmio de risco).

No caso dos países da zona do euro (que são considerados países desenvolvidos pelo FMI), eles não fazem parte do cálculo de países emergentes. Uma forma utilizada para calcular o risco país dos títulos dos governos dos países europeus que sofrerem ataque especulativo nos anos 2000 (Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha) é a de comparar o *spread* dos títulos públicos lançados por esses países sobre a taxa de juros cobrada pelo melhor título público da região: aquele lançado pelo governo alemão.

Um comentário adicional importante, então, é o de que os títulos públicos de países considerados seguros são usados como *benchmark* no mercado financeiro – daí a comparação com eles para o cálculo do *spread* que será considerado o “risco país”.

Deve-se lembrar, que a taxa de juros é dependente de processos especulativos, assim, as expectativas dos investidores podem modificar o chamado “risco país”. Ademais, movimentos especulativos afetam também o “risco de câmbio”, ou seja, valorização ou desvalorização esperada da moeda e isso impacta também sobre a cobrança de juros domésticos .

- (b) O nível da cobrança de seguro de risco exigido sobre um título soberano lançado por um país

Nesse caso o indicador utilizado é, geralmente o chamado *Credit Default Swap* (CDS) cobrado sobre um título soberano. No CDS, o comprador do *swap* faz pagamentos ao vendedor do *swap* até a data de vencimento de um contrato. Em troca, o vendedor concorda que, no caso do emissor da dívida não conseguir efetuar o pagamento, o vendedor pagará ao comprador o prêmio da garantia, bem como todos os pagamentos de juros que seriam pagos entre essa data e a data de vencimento do título. Ou seja, equivale a um seguro para títulos.

Mas com base em quais indicadores são baseados as notas dadas pelas agências de *rating* aos títulos públicos? Segundo o Banco Central do Brasil (2016, p.15):

Para a classificação de risco de crédito, as agências de *ratings* recorrem tanto a técnicas quantitativas, como análise de balanço, fluxo de caixa e projeções estatísticas, quanto a análises de elementos qualitativos, como ambiente externo, questões jurídicas e percepções sobre o emissor e seus processos. Além de a classificação envolver avaliação de garantias e proteções (*hedge*) contra riscos levantados, também incorpora o fator tempo. Este último influencia a definição do *rating*, pois maiores horizontes implicam maior imprevisibilidade. Dessa forma, um mesmo país pode apresentar títulos de dívida com diferentes notas, de acordo com as garantias oferecidas, prazos estabelecidos, dentre outras características.

## **(ii) A engenharia financeira de “securitização de recebíveis”**

Securitização de recebíveis é uma das engenharias financeiras que avançou a partir da década de 1980. Na verdade, esse procedimento iniciou-se na década de 1970, mas efetivamente desenvolveu-se nos Estados Unidos a partir de 1985. O seu avanço diz respeito a operações em diferentes ramos de negócios. O principal negócio fortemente impactado com essa nova engenharia é o de intermediação financeira. Graças ao novo procedimento, os bancos que utilizam-se dele mudam a sua forma de operação.

O procedimento envolve operações com títulos de dívida<sup>1</sup>. Envolve o lançamento de títulos de dívida por um devedor, dando como garantia um “recebível” que venha de um ativo que ele tenha posse. Ele lança o título de dívida e recebe o dinheiro imediatamente. É como se ele estivesse “vendendo” o recebível, transformando o seu recebível no pagamento do título de dívida lançado. Ele está fazendo uma operação com títulos (*securitie*) – está securitizando o recebível.

Por exemplo: um banco tem uma carteira de crédito que vai gerar um recebimento futuro (ativo do banco; um recebível), mas essa carteira é um ativo ilíquido. Nesse caso, a securitização de recebível envolveria o Banco (o devedor) lançar um título de dívida, dando como garantia um conjunto de suas operações de crédito a receber (um pacote das operações de crédito). No caso, do financiamento imobiliário nos Estados Unidos, envolveu os financiadores imobiliários lançando títulos de dívida, dando como garantia um pacote de hipotecas.

Isso gera uma mudança no modelo de intermediação financeira. Como visto no início da monografia, os bancos têm um conjunto de ativos e as “operações de crédito” são um dos elementos desse ativo e podem ser feitas através de “criação de moeda”. Quando precisam de liquidez os bancos podem captar rapidamente novos recursos via seus passivos (flexibilização dos passivos) ou pode optar por manter aplicações líquidas em seus ativos (como reservas e aplicações em títulos).

No caso do financiamento “clássico”, os bancos captam recursos (passivos) e oferecem empréstimos. Eles decidem quais serão os seus clientes, eles efetuam o crédito fazendo a análise de risco e fazem a cobrança do crédito. Além do mais, o “crédito” fica no banco até o final de sua temporalidade – é um ativo ilíquido.

Com a securitização de recebíveis o intermediário financeiro pode “passar adiante” a operação de crédito antes de seu vencimento. Esse ativo vai tornar-se “líquido”, pois vai lastrear o lançamento de títulos de dívida que gerarão um “dinheiro imediato”. Os pagamentos dos tomadores de crédito bancário, servirão para pagar os títulos de dívidas lançados.

---

<sup>1</sup> Essa explicação da securitização de recebíveis que agora apresentamos foi desenvolvida a partir de CORRÊA (2009). “Inovações financeiras e securitização de recebíveis: a base da crise de subprime dos EUA” TD IEUFU, dezembro 2009.

Obviamente esse é um processo que envolve os devedores, mas envolve também os credores, que serão aqueles que comprarão os títulos, além de vários outros agentes.

Antes de ir adiante e para melhor compreensão, efetuarei uma esquematização do processo de securitização de recebíveis no formato chamado de *pass through*, que é mais moderno.

Vou usar como exemplo um intermediário financeiro, que tem um ativo ilíquido – as operações de crédito, que vão gerar um recebível futuro: o pagamento do crédito.

1. Como visto, o processo começa o dono do ativo querendo receber dinheiro imediatamente por esse ativo;

2. Ele vai montar um grupo de operações componentes desse ativo e vai “empacotá-las”. No caso do banco vai separar um grupo dos que pegaram dinheiro emprestado com o banco e vai separá-los dos demais. Essas serão as operações que servirão de garantia no processo de securitização de recebíveis;

3. O Banco vai fazer a “alienação fiduciária” dessas operações. Ou seja: essas operações sairão do balanço do banco, pois elas vão servir de garantia para outra operação;

4. Um segundo agente – o *TRUST* (ou uma companhia de propósito especial) é que vai receber esses “empréstimos empacotados” e eles ficarão custodiados em seu ativo;

5. Essa mesma empresa lança títulos de dívida (em seu passivo), garantidos pelos empréstimos em questão. Esse *TRUST* passa a ser o originador do lançamento do título e ele pega o recurso e passa para o banco;

Note-se que a operação de crédito saiu do balancete do banco. Não aparece também que o banco pegou recurso emprestado lançando títulos de dívida. Tais informações aparecem no balanço do *TRUST* (ou da SPC).

6. Outros agentes participam do processo – (i) o *TRUSTEE*, contratado para verificar se todos os passos do procedimento estão de cumprindo e (ii) a *agência de rating*, que dá nota para o título lançado – geralmente uma boa nota (A), pois o título tem garantia.

7. Outro agente adicional é a companhia seguradora, que oferece seguro contra a inadimplência do título.

No final do processo, o comprador do título securitizado tem a impressão de que está comprando um título com grande segurança. De outra parte, o banco recebe o dinheiro

rapidamente, sem aparecer a dívida em seu balanço e retirando também os créditos de lá. Na realidade, as regras da Basileia estão sendo burladas com esse procedimento e o grau de endividamento fica encoberto. Além do mais, há um forte sistema de diluição de riscos. O risco de crédito (relativo aos empréstimos bancários iniciais), que era do banco, passa a ser diluído com todos os compradores dos títulos lançados e também com a companhias seguradoras.

As *Special Purpose Company/Vehicle* (SPC/SPV), por outro lado, representam uma empresa subsidiária que pode atuar independentemente da matriz, tanto gerencialmente quanto financeiramente. A subsidiária tem como função securitizar (e comprar) ativos, auxiliar na criação de *joint ventures* e realizar transações financeiras.

Sua principal natureza é que, contabilmente, ela não faz parte da demonstração de resultado do exercício da empresa. A controladora opta por essa estrutura porque teoricamente diminui os riscos, promove melhores avaliações do mercado e diminui as exigências de capital, garantindo maior liberdade financeira.

Um comentário importante desse processo e que será melhor esclarecido na análise da crise de *subprime* é que a alienação fiduciária permite aos bancos a criação de empresas como as *Special Investment Vehicles* (SIV) ou *conduits*, que ficam com os ativos alienados e lançam os títulos de dívida garantidos por eles.

É indispensável destacar que a securitização de recebíveis, quando realizada para securitizar créditos ofertados pelos bancos, acaba tirando esses ativos do balanço dos mesmos. Passam a ser operações “*off balance*”.

### **2.3 - Os mercados de derivativos**

A busca por investimentos mais seguros também resultou na criação dos mercados de derivativos, ou seja, mercados no qual o produto dependem de outros ativos. Isto é, são realizadas apostas sobre, por exemplo, o comportamento das moedas, das taxas de juros, do petróleo e das *commodities*. O mercado de câmbio e juros é marcado pela elevada instabilidade e baixa previsibilidade, o que faz necessário os investidores tentarem se proteger de bruscas oscilações nas variáveis que lhes interessam. O mercado de derivativo

oferece tal proteção, evidentemente, que em parte. Por exemplo, um empresário brasileiro que necessita comprar um maquinário em dólares, pode recorrer ao mercado de derivativos para se resguardar de um possível aumento no preço do dólar, realizando um acordo de compra futura com valor preestabelecido. Para entender esse mercado é essencial compreender as posições que os agentes podem ter. São elas três: *hedger*, arbitrador e especulador.

O *hedger* busca se proteger contra mudanças nos preços, o foco não é lucrar com a operação, mas sim garantir um preço de compra ou venda em data futura que o favoreça. Por exemplo, um importador brasileiro que tem passivos em dólares adquire contratos cambiais para evitar as oscilações no preço da moeda americana que o desfavoreça. O arbitrador, por sua vez, busca lucrar, embora não assuma riscos consideráveis. Sua estratégia é a arbitrariedade de preços. Em contrapartida, o especulador também tem como meta o lucro por meio do diferencial de preço entre compra e venda, mas assume altos riscos. É a disposição do especulador em assumir os riscos que permite a existência do mercado de derivativos, já que a liquidez é resultado do seu entusiasmo em comprar ou vender ativos que os demais não demonstram interesse. É importante ressaltar, que nos mercados de derivativos o risco não é anulado, ele apenas se transfere entre os agentes com diferentes posições, o que faz com que a vontade dos agentes de aceitar os riscos diminuía, adicionando mais importância aos especuladores.

O mercado de derivativos se divide em 4 categorias: a termo, mercado futuro, mercado de opções e *swap*. No mercado a termo, o agente se compromete a comprar ou vender certa quantidade de um bem – mercadoria ou ativo financeiro – por um preço fixado na data de realização do negócio, para liquidação em data futura. O valor é liquidado integralmente em seu vencimento. Podem ser negociados em bolsa e no mercado de balcão. No mercado de balcão, também denominado de *over the counter* (OTC), os negócios são bilaterais, sendo o risco da inadimplência assumido por ambas as partes. Já no mercado organizado existe uma câmara de compensação que assume o risco. O mercado futuro é uma extensão do mercado a termo, na qual também se comprar ou vender um bem – mercadoria ou ativo financeiro – por um preço estipulado para liquidação em data futura. Porém, os compromissos são ajustados financeiramente às expectativas do mercado referentes ao preço futuro do bem em questão, por meio do ajuste diário (mecanismo que apura perdas e ganhos),

ou seja, a liquidação não é realizada apenas no final do contrato. Outra diferença é que derivativos de mercado futuro são comercializados apenas em bolsas.

O mercado de opções envolve o direito de comprar e/ou vender um bem por um preço fixo numa data futura. Quem adquirir o direito deve pagar um prêmio ao vendedor. Trata-se de um esquema semelhante a um acordo de seguro. No mercado de *swap*, negocia-se a troca de rentabilidade entre dois bens. Nesse mesmo mercado existe a diferença entre os derivativos padronizados e não padronizados. O primeiro item é negociado em bolsa e se caracteriza-se pela liquidez porque, sendo padronizado, atendem às necessidades de todos os participantes do mercado. Tais contratos são intercambiáveis, isto é, podem ser repassados a outros participantes a qualquer momento. Os derivativos não padronizados são feitos para atender as necessidades de cada aplicador de modo a apresentar diversas peculiaridades com relação a preço, quantidade, cotação e local de entrega, assim não são intercambiáveis e por isso são comercializados apenas nos mercados de balcão.

O mercado de derivativos é um bom exemplo sobre a engenharia financeira vigente no mercado financeiro, pois ele envolve ativamente os investidores institucionais. Estes envolvem os fundos de investimentos, como os fundos mútuos, de pensões, seguradoras e *hedge funds* – chamados de *money managers* – que se voltam para a compra e venda de ativos nos mercados monetários. O crescimento de ativos das mãos dos investidores institucionais é fruto da elevação da poupança, principalmente nos países desenvolvidos, correlacionado com o envelhecimento da população, que na busca de bons investimentos, para o curto prazo ou longo prazo, recorre ao suporte das instituições, dando início ao processo de institucionalização da poupança. Os investidores institucionais utilizavam o mercado de derivativos para gerir os seus riscos e buscar retornos positivos sobre suas aplicações, assim como as instituições bancárias. Segundo Freitas e Cintra (1998, p.234 e 235):

Em resumo, os instrumentos derivativos apresentam aspectos contraditórios. Por um lado, aumentam a previsibilidade dos agentes econômicos, pois possibilitam um processo de transferência de riscos, reduzindo a incerteza, do ponto de vista microeconômico. Por um lado, uma vez operam alavancados (*hedge funds*), generalizando o “espírito especulativo” dos agentes, e como estão relacionados com amplas redes de transmissão, eles repõem a instabilidade, do ponto de vista

macroeconômico, ampliando a fragilidade do sistema financeiro globalmente unificado.

#### **2.4 - Considerações sobre o processo de securitização de recebíveis e o papel dos intermediários financeiros no novo formato de financiamento**

Como vimos, a partir dos anos 1990 aumentaram as operações de endividamento via títulos. Pelo que desenvolvemos, percebe-se que a engenharia financeira que se desenvolve a partir dos anos 1980 não está mais focalizada nas instituições de depósitos e as inovações financeiras se desenvolveram em um patamar que mistura operações de crédito e de capital. O fato é que avançam as operações de endividamento via títulos. Os compradores de papéis querem comprar esses títulos, mas desejam estar aptos a vendê-los em mercados secundários quando desejarem – isso gerando um encurtamento generalizado dos prazos.

A preferência no momento é por ativos de elevada liquidez com mercados secundários bem desenvolvidos. Isso não quer dizer que o sistema bancário tenha deixado de fazer parte desses processos. Freitas e Cintra (1998, p.236), destacam a relevância do sistema bancário devido ao:

- (i) peso do crédito bancário ainda ser considerável;
- (ii) ao fato de o sistema de pagamento ainda depende do sistema bancário;
- (iii) à compreensão de que o sistema bancário ainda é o principal emissor de liquidez;
- (iv) à evidência de que os bancos atuam como *market makers* nos mercados de capitais;
- (v) ao fato de que os bancos mantêm um estoque de informações sobre corporações não financeiras extremamente útil na avaliação de projetos de investimentos.

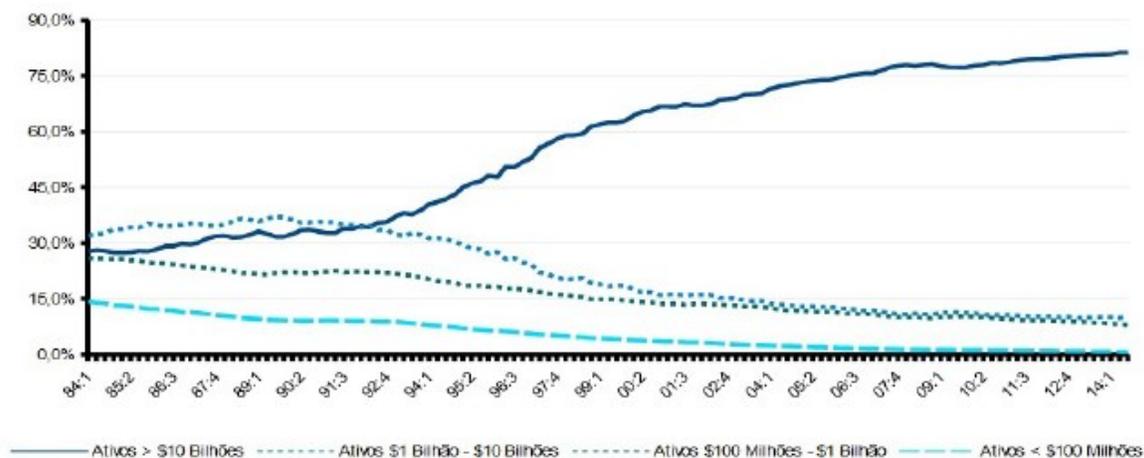
Além do mais, os bancos mudam sua forma de operação flexibilizando suas operações de crédito. Vimos que os bancos (principalmente os norte americanos e europeus) ofertam crédito e podem, logo a seguir se “livrar” desses créditos através de operações de securitização de recebíveis descrito acima. Eles “vendem” esses recebíveis, que saem de balanço. Eles servem de garantia de títulos de dívida que serão lançados para gerar recursos para os bancos. Os bancos não mais terão esses recursos em seus ativos. Eles não farão a cobrança. Eles passam isso adiante e será a SPC a nova detentora das operações de crédito

em seu balanço. A dívida envolvida pelo lançamento de títulos fica no passivo da SPC e não aparece no banco, de forma que se encobrem essas operações.

Assim, o sistema bancário é parte do processo de securitização, mas a forma de atuação dos bancos passa a ser outra e o número dos mesmos diminui, mas ao mesmo tempo aumenta o porte dos que restaram.

Para se ter ideia das operações dos Bancos nos Estados Unidos, no 1º semestre de 1984, 15% do total de instituições bancárias eram tidas como pequenas (ativos menores que US\$ 100 milhões), em 2007 esse percentual está próximo de 0%. De acordo com o *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) e 1984 existiam 17.886 instituições, em 2005 eram 8.931, e em 2014 eram 6.730. Podemos notar pelo gráfico abaixo que em 1984, instituições com ativos maiores que US\$ 10 bilhões representavam 30% do total, nos anos 2000 eram mais de 60% e em 2014 quase 80% do total de ativos. Esse dados são explicados pelas fusões e aquisições que visavam solucionar o problema do “excesso” de bancos e sua ineficiência no sistema.

**Figura 4 – Percentual no Total de Ativos, por Tamanho das Instituições Bancárias (1984-2014)**



Fonte: Extraído de Deos e Ramos (2016, p.6)

Na verdade, o contexto de globalização trouxe à tona a questão da competitividade internacional dos bancos americanos, contribuindo para a mudança regulatória. Num

contexto de internacionalização das finanças, o GSA representa uma exceção no sistema internacional, pois em muitos países os bancos universais eram a norma. O *Graamm-Leach Bliley Act* (GLBA) ou *Financial Services Modernization Act* de 1999 marcou o ápice da formação dos grandes bancos e *holding* financeiras que abrigavam bancos comerciais, bancos de investimentos e seguradoras. Essas podiam usufruir de economias de escala, escopo, maior sofisticação tecnológica e absorção de custos (Kregel (2012 *apud* Deos e Ramos, 2016)).

É bom lembrar que as grandes *holdings* apresentam estratégias de negócios bem distinto das instituições de pequeno e médio porte. Quanto menor é a instituição, maior são as receitas oriundas da tradicional cobrança de juros. E quanto maior a holding, mais diversificada são os seus serviços e receitas, como as comissões. Entretanto, segundo (Copeland (2012 *apud* Deos e Ramos, 2016)), é na segunda metade de 1990 que as receitas das grandes *holdings* migram das atividades tradicionais para outras fontes relacionadas ao mercado de capitais. São esses bancos que securitizam seus créditos. São esses grandes bancos que compram títulos de dívida de empresas e de outros bancos para a sua carteira de títulos. Nesses termos esses grandes bancos também são grandes compradores de papéis, junto com os investidores institucionais e as grandes corporações.

O que destaque, então, é que a nova dinâmica das finanças envolve um grande número de devedores de todo o mundo, lançando títulos de dívida em diferentes moedas e com diferentes indexadores. Paralelamente, desenvolvem-se engenharias financeiras para a colocação desses títulos e para passá-los adiante. A securitização de recebíveis é uma delas, sendo que o agente originador da dívida consegue retirá-la de seu balanço e transfere-a para uma *special purpose company*, dando garantias de ativos, que também são transferidos para esses “veículos” de forma empacotada, como destacado nesse capítulo.

Como visto, paralelo a esse processo, fazem ainda parte da estrutura um grande número de agentes garantidores, observadores do processo (*trustee*), além de serem organizados sistemas de seguros de risco. A impressão dada é que os títulos securitizados são extremamente seguros, fato corroborado pelas agências de *rating* que os avaliam positivamente, dando-lhes altas notas.

Dessa forma, os aplicadores dirigem-se a comprar esses títulos, gerando possibilidade de grandes ganhos. O sistema bancário ajuda no processo, quer seja como colocador de títulos, quer seja como garantidor, quer seja como agente originador.

No processo os limites dos agentes bancários e não bancários fica tênue, pois essas engenharias financeiras misturam as operações de crédito e de mercado de capitais – temos os “não bancos”, situação em que a regulação fica dificultada. Como exemplo pode-se citar o caso das “regras da Basileia” que definem limites de alavancagem de recursos para os bancos. No entanto, na medida em que eles conseguem tomar recursos emprestados transferindo-os para o citado “veículo financeiro” e que, paralelamente também retiram os créditos garantidores de seus balanços, destaca-se que essas operações ficam “fora de balanço”, não sendo cobertas pelas “regras da basileia”. Nesses termos, é importante notar a mudança da forma de operação do sistema bancário, com suas múltiplas funções de banco de investimento e também retirando de seus balanços operações de ativo e passivo.

Assim, novamente ressalvo, a “forma clássica” de operação do sistema bancário mudou nas décadas de 1960 e 1970, tornando-se mais flexível, mas mudou radicalmente nos anos 1990 e 2000 com o avanço da securitização e mais especificamente da securitização de recebíveis. É essa nova dinâmica que se explicita na crise de subprime e que espalha-se para a Europa gerando impactos que serão a base da crise dos periféricos da zona do euro: Portugal, Irlanda, Inglaterra, Grécia e Espanha (PIIGS). Um dos pontos centrais são essas novas engenharias financeiras, articuladas a sistemas de seguro, com proteção de derivativos e em que os bancos também são grandes compradores dos títulos securitizados, assim como o são os investidores institucionais e as grandes corporações.

## **CAPÍTULO III**

**Crise de *subprime* e a centralidade financeira da crise da zona do euro**

### 3.1 - Introdução

A análise da crise financeira que emerge nos Estados Unidos em 2007 e aprofunda-se no 2º semestre de 2008 e sua repercussão sobre o mundo deve ser analisada à luz do novo desenho das finanças, que se estabeleceu a partir dos anos 1990, mostrada no capítulo anterior e em que as inovações financeiras que se desenvolveram definiram uma dupla modificação:

**(i) O avanço das operações de securitização e mais especificamente da securitização de recebíveis**

Por um lado, a partir dos anos 1990 o avanço do processo de securitização, que evoluiu para o movimento de “securitização de recebíveis”, que permitiu a retirada de balanço de ativos, tornando-os garantias da captação de recursos. Uma das questões principais é as dívidas geradas dessa forma não explicitam efetivamente de forma transparente, o perfil dos ativos que estão gerando as garantias, permitindo que o nível de endividamento não figure em balanço e gerando o crescimento de operações alavancadas.

**(ii) A mudança da operação do sistema bancário**

Além dessa questão, detalhada no capítulo anterior, uma questão a ser destacada é a de que esse processo interliga fortemente os mercados, permitindo que agentes de diferentes partes do mundo comprem os títulos securitizados lançados em um determinado país.

Um elemento importante a comentar é que se o sistema bancário de um determinado país ficar fragilizado pela reversão de recursos, isso gerará impactos sobre o governo do país, que será pressionado a socorrer o sistema, gerando impactos sobre dívida pública. Essas questões estarão na base da crise europeia e o destaque será que serão fatores financeiros que instabilizarão as finanças públicas dos PIIGS (exceto a Grécia).

Nesse contexto, o fulcro da crise de *subprime*, que ocorre nos Estados Unidos e que gera impactos profundos sobre a Europa e, de resto, sobre o resto do mundo, está centrado

no processo de alavancagem gerado no mercado de financiamento imobiliário, que avançou ao longo dos anos 2000 para o financiamento de agentes cada vez mais frágeis, graças às engenharias financeiras de securitização de recebíveis, que escondiam a situação de forte potencial de inadimplência que acabou se estabelecendo.

Nesse capítulo então apresentaremos os aspectos centrais da crise de *subprime* e, a seguir apresento a sua repercussão sobre a Europa. O intuito é o destacar os aspectos financeiros dessa última crise, que, ao contrário será tratada pelas agências de *rating* e pelo governo alemão como uma crise de “excesso de gasto”.

### **3.2 - O enredo da crise**

#### **3.2.1. O enredo da crise de *subprime* nos Estados Unidos e o processo de securitização de recebíveis**

A crise financeira americana pode ser descrita como resultado de uma elevada inadimplência das hipotecas e da bruta desvalorização dos ativos *subprime*, títulos securitizados de alto risco vinculados ao mercado imobiliário. Mas é importante lembrar que por trás disso está uma nova arquitetura financeira que de acordo com Farhi e Cintra (2009, p.275) é capaz de transformar uma crise de crédito clássica em uma crise financeira e bancária de grandes proporções.

Após a “bolha da internet” e os atentados do 11 de Setembro, o FED deu início a uma política monetária de queda na taxa básica de juros com o propósito de reestimar a economia e foi dada a largada para uma ampla expansão do crédito que facilitou o acesso a bens de consumo, especialmente automóveis, ao financiamento no cartão de crédito e as hipotecas imobiliárias.

Com a oferta de crédito em alta, o juro baixo ou mesmo negativo e o pensamento que o mercado imobiliário americano era sólido, os mercados financeiros aderiram a uma fase otimista e de mais expansão, seguindo a lógica aparentemente benéfica da “democratização do crédito”, os bancos e financeiras passaram a ceder empréstimos a pagadores não-qualificados ou aos chamados Ninjas (*no income, no job, no assets*). A datar do início da

queda do preço dos imóveis e do aumento da inadimplência teve-se a ruína do crescimento americano.

Esse seria o enredo da crise. Mas para entendê-la melhor é preciso perceber que essa crise esteve vinculada às inovações financeiras que foram citada no trabalho até o momento e à nova forma de funcionamento dos intermediários financeiros.

O processo de disrupção financeira que ocorreu esteve ligado a esquemas de securitização de recebíveis no mercado hipotecário, que expandiu-se fortemente.

Para entender o processo é preciso compreender que o financiamento imobiliário nos Estados Unidos deu-se, historicamente, de uma forma muito particular. Intermediários financeiros ofertam crédito imobiliário (*savings and loans*) gerando hipotecas, que ficam em seu ativo. Por detrás desse processo estão instituições especiais, criadas para “comprar” hipotecas empacotadas (*mortgage pools*), ficando essas em seu ativo. Paralelamente, lançam títulos de dívida, para captar recursos (do lado do passivo) para levantar recursos para poder comprar as hipotecas e pagar aos bancos emprestadores.

Ou seja, são instituições criadas para facilitar o financiamento imobiliário, pois dão liquidez aos intermediários financeiros emprestadores (*savings and loan*), comprando as hipotecas.

Nesses termos, é impossível explicar o sistema hipotecário americano sem mencionar as instituições *Federal National Mortgage Association*, conhecida como *Fannie Mae* e a *Federal Home Loan Mortgage Corporation*, apelidada de *Freddie Mac*.

Em 1938, o governo de Roosevelt fundou a *Fannie Mae* como o intuito de impulsionar o mercado imobiliário. Essa emitia títulos e, com os recursos adquiria as hipotecas dos *Savings and Loans* locais – associações de poupança e empréstimos, concentrada na promoção de empréstimos hipotecários residenciais e que apresentavam taxas de empréstimos ligeiramente mais competitivas do que a dos bancos comerciais. Conforme Ferguson (2008, p.233), foi com a *Fannie Mae* que o país moderno, Estados Unidos da América, com seus subúrbios sedutoramente parecidos avançou em seu desenho urbano.

Já em 1968, a *Fannie Mae* foi dividida em duas instituições: a *Government National Mortgage Association*, conhecida como *Ginnie Mae*, focada na concessão de empréstimos para a classe mais pobre e a reestruturada *Fannie Mae*, que tornou-se uma

*govern sponsored enterprise* (GSE), ou seja, uma empresa privada patrocinada pelo governo e que, a partir de então, tinha mais liberdade de operação, podendo comprar hipotecas convencionais ou asseguradas pelo governo. A *Freddie Mac* surgiu em 1970 com o propósito de aumentar a concorrência e, evidentemente, expandir ainda mais o mercado de hipotecas.

A função da *Fannie Mae*, *Ginnie Mae* e *Freddie Mac* é criar mercado para os empréstimos hipotecários. Tais instituições, ao comprarem e venderem os títulos hipotecários incentivam os bancos e *Saving and Loans* a fornecerem crédito às famílias americanas e criam liquidez no mercado de títulos.

Em síntese, a *Fannie Mae*, é uma empresa patrocinada pelo governo dos Estados Unidos (GSE). Seu objetivo é expandir o mercado de hipotecas secundárias através da securitização de hipotecas na forma de títulos lastreados em hipotecas (MBS).

A *Freddie Mac* para expandir o mercado secundário de hipotecas nos EUA atua como concorrente da *Fannie Mae*, ou seja, também compra hipotecas no mercado secundário, agrupa-as e vende-as sendo garantida por hipotecas para investidores no mercado aberto. Este mercado hipotecário secundário aumenta a oferta de dinheiro disponível para empréstimos. Isso dá aos mercados de habitação e de crédito dos Estados Unidos flexibilidade e liquidez.

Podemos assim notar que, desde a década de 1930 as hipotecas não eram efetivamente retidas pelas companhias de poupança e empréstimo que inicialmente emprestavam para as famílias.

Mas, qual foi a novidade dos anos 2000, que alavancou enormemente esse mercado e que acabou sendo o epicentro da crise de *subprime*?

Um *pool* de hipotecas (*mortgage pool*), é um grupo de hipotecas mantidas em custódia, como colateral, para garantir o lançamento de uma *mortgage-backed-security* (MBS) – isso é: de um título de dívida que dá como garantia um grupo de hipotecas, que gerarão pagamentos futuros.

Nos anos 2000, alguns títulos emitidos pela *Fannie Mae*, *Freddie Mac* e *Ginnie Mae* são garantidos por hipotecas e são *mortgage pools* prendidos na confiança como a garantia para a emissão de uma segurança hipoteca-suportada. Alguns títulos lastreados em hipotecas emitidos por *Fannie Mae*, *Freddie Mac* e *Ginnie Mae* são conhecidos como *pools*.

Em síntese, o procedimento que estabeleceu-se:

1. Uma vez que o intermediário financeiro prestador (as *savings and loans*) completam o empréstimo imobiliário, geralmente o tira do balanço e o “vende” a outra entidade: um veículo financeiro;

2. Esse veículo financeiro que compra as hipotecas (fundo de hipotecas : *Fannie Mae* e *Freddie Mac*) empacota centenas de hipotecas em uma *mortgage pool*. As hipotecas em um *mortgage pool* tendem a ter características similares, tais como prazos e vencimentos;

3. Esse mesmo fundo de hipotecas lança títulos de dívidas com o perfil de securitização de recebíveis (*mortgage-backed-security*), sendo que o *mortgage pool* serve de colateral;

4. Os fundos de hipotecas vendem títulos de dívida MBS para investidores no *open market*. Com os recursos dessas vendas ele gera recursos para comprar o grupo de hipotecas da *Saving and Loan*;

5. Quando a família for pagar a hipoteca, ela será recebida pelo veículo financeiro que detem as hipotecas em seu balanço e ele retira uma “taxa de serviço – FEE” e passa o pagamento para os detentores dos títulos de dívida. Para o comprador do MBS, esse é essencialmente um título.

Ocorre que o processo não acaba aqui. Na verdade, desenvolveram-se dois tipos de MBS:

(a) O primeiro é chamado de “*pass-throughs*” ou “*participation certificates (PCs)*”. Esse é o caso que descrevemos nos itens de 1 a 5. Os MBSs lançados são títulos que têm por detrás, diretamente, o *pool* de hipotecas, sendo que as mesmas servem de garantia direta;

(b) O segundo tipo é chamado de “*collateralized mortgage obligation*” (CMOs), *mortgage obligations*, ou *real estate mortgage investment conduits (REMICs)*. Referem-se a operações que são geradas a partir dos *mortgage pools*, mas gerando outros tipos de lançamentos de títulos com variedades de maturidades e cupons.

Vejamos então as possibilidades que apresentam-se.

Na verdade, o fundo de hipotecas (*Fannie Mae* ou *Freddie Mac*), efetuaram diferentes operações com as hipotecas. Eles organizaram as hipotecas que ficaram sem seus balanços em *tranches* (diferentes tipos). O primeiro tipo seriam as hipotecas mais seguras (nível A), o

segundo grupo seriam as hipotecas com media segurança (B e C) e o terceiro grupo seriam as hipotecas com possibilidade de alta inadimplência, chamadas de “lixo tóxico”.

Em suma, as *tranches* geram diferentes tipos de títulos de dívida lastreados nelas. A *tranche* das *mortgage-backed security* (MBS) que apresenta os maiores riscos de inadimplência são chamados de *equity* e representam os títulos *subprime*, que são adquiridos pelas SIVs, *conduits* e outros investidores. As cotas de menor risco (e menor retorno) são nomeadas *seniores*, classificadas como AAA, AA e A; a camada intermediária é a *mezzanine*, caracterizadas como BBB, BB e B (que lastreiam os CDOs).

Explicada essa parte, vejamos as possibilidades que abriam-se.

A) *Pass through*: Como visto o fundo de hipotecas que ficava com as hipotecas (*Fannie Mae* ou *Freddie Mac*). No caso das hipotecas mais seguras (nível A). Elas formavam um *mortgage pool*, sendo que o próprio fundo hipotecária lançava os MBSs. Nesse *mortgage pool*, as hipotecas semelhantes e de bom perfil.

B) *REMIC*: Outra possibilidade é a de efetuar uma forma diferente de operação. Nesse caso, o fundo de hipotecas não será o responsável por lançar os títulos de dívida lastreados em hipotecas no mercado. Na verdade, ele faz um novo movimento. Ele monta novos *mortgage pools*, com hipotecas de maior risco e não homogêneas e os repassa para outro agente: outro veículo financeiro. Esse novo veículo financeiro pode ser um fundo CDO (*collateralized debt obligation*) ou um fundo SIV.

(B1) O fundo CDO compra o grupo de hipotecas nível B e C e essas ficam em seu ativo. Paralelamente, o fundo lança um título de dívida CDO<sup>2</sup> (que fica em seu passivo). Um CDO é um título de dívida com colateral (no caso, as hipotecas), que não precisam ser homogêneas. Quanto do fundo CDO lança esses títulos em mercados, esses são classificados pelas agências de *rating* como sendo bons títulos, pois têm garantias. Recebem aí nota A, por exemplo. Ou seja; essa transformação aumentou a nota do título lastreado.

(B2) O *pool* de hipotecas classificadas como de pior pagamento e que incluem o “lixo tóxico”, por outro lado, são vendidas para outro veículo financeiro – uma SIV. Ela comprará

---

<sup>2</sup> MBS não pode ser confundido com CDO. O MBS refere-se a título com a garantia dos recebíveis, sendo esses homogêneos. Já os colaterais de um CDO podem ser efetuado por um *pool* de ativos não homogêneos. Eles podem envolver diferente maturidades e diferentes taxas.

esse grupo de más hipotecas e paralelamente lançará *commercial papers*, que são títulos de curto prazo para alavancar recursos a fim de poder pagar pela hipotecas tóxicas que ficarão em seu ativo. No caso dessas operações, a SIV recebe o pagamento das hipotecas (que pagarão juros mais altos do que as de melhor risco). Paralelamente a SIV paga os juros do *commercial paper* (que deve ser menor). Ou seja; as SIVs são altamente especulativas. O interessante é que esses *commercial papers* também obtinham boas notas pelas agências de *rating*, ainda que os ativos das SIVs envolvessem “lixo tóxico”.

Então, a alienação fiduciária permitiu aos detentores das hipotecas a criação de empresas como as *Special Investment Vehicles* (SIV) ou *conduits*, que ficam com os ativos alienados (saíam do balanço) e lançam os títulos de dívida garantidos por eles. Farhi (2013, p.3) descreve de maneira objetiva o funcionamento dessas: elas emitiam títulos de crédito de curto prazo (*Asset-Backed Commercial Paper*) e compravam títulos estruturados, dentre eles as hipotecas tóxicas.

Ou seja, lucravam com o *spread* entre o fluxo de caixa proveniente dos títulos estruturados e o pagamento dos *comercial papers*. Deve-se atentar ao descasamento de prazos aqui presente. Os títulos estruturados são de longo prazo, podendo atingir até 30 anos e de baixa liquidez, enquanto os *comercial papers* representam o contrário, com prazos, de em média, 3 a 6 meses.

As SIVs e *conduits* permitem aos bancos emprestadores (no caso as *savings and loans*) menores restrições sobre os empréstimos e maior alavancagem. Tudo isso sem os riscos das operações, sendo contabilizadas nos seus balanços.

Nesse processo temos ainda as companhias de seguro, que efetuam seguros desses títulos lançados. A impressão dos compradores de títulos MBS, CDO e *commercial papers*, é que são investimentos seguros.

Pela análise do processo, fica claro que existiam interesses em tornar o mercado *subprime* viável. E isso foi possível graças ao que acima foi descrito como *REMIC* ou ressecuritização. Nela o títulos hipotecários têm um empacotamento adicional. Vimos que a organização das hipotecas em *tranches* permitiu o avanço do processo. Graças a esse esquima são organizadas “famílias de hipotecas” com diferentes temporalidades e exposição ao risco. Assim, hipotecas *prime* e *subprime* geram um mesmo *mortgage pool*. Pensava-se que a

interconexão entre títulos de natureza distintas reduziria os riscos inerentes as hipotecas *subprime*.

Desse modo, as hipotecas *subprime* tornaram-se atraentes aos investidores (como os fundos CDOs, como as SIVs), que estavam confiantes na segurança criada pelas novas estruturas financeiras e também pela expectativa no aumento do preço das propriedades.

Dessa forma, esse esquema possibilitou, concretamente, que as *Savings and Loans* avançassem fortemente na oferta de crédito habitacional, pois tinham forte facilidade de passar adiante suas hipotecas, gerando rapidamente liquidez. Por outro lado, tanto os fundos hipotecários, quanto dos fundos CDOs quanto as SIVs tiveram forte facilidade de vender seus títulos. Os grandes compradores foram fundos de investimento, grandes corporações e também grande bancos – inclusive internacionais.

Um elemento importante é o de que as famílias compradoras das casas tomaram essa decisão em momento de taxa de juros baixa, sendo que havia uma carência de 2 anos para o início do pagamento da hipoteca. Um grande número de compradores veio ao mercado imobiliário para comprar casas e ocorreu um boom de construção e de vendas. O preço das casas se valorizou e vários compradores efetuavam dívidas, dando como garantia as próprias moradias. O processo avançou, incorporando os chamados “devedores *subprime*”, chamados de “Ninjas”.

Como já dito, esse sistema facilitou em muito o financiamento imobiliário, dando a impressão que os riscos estão cobertos. Isso permitiu que famílias sem condições financeiras entrassem no mercado, comprando casas (empréstimos *subprime*).

Note-se que não apenas os financiadores de hipotecas usam esse sistema. Os bancos também o usam e participaram do processo. Eles foram grandes compradores dos títulos emitidos pelos *mortgages pools*.

### **3.3 - As instituições financeiras no contexto da crise**

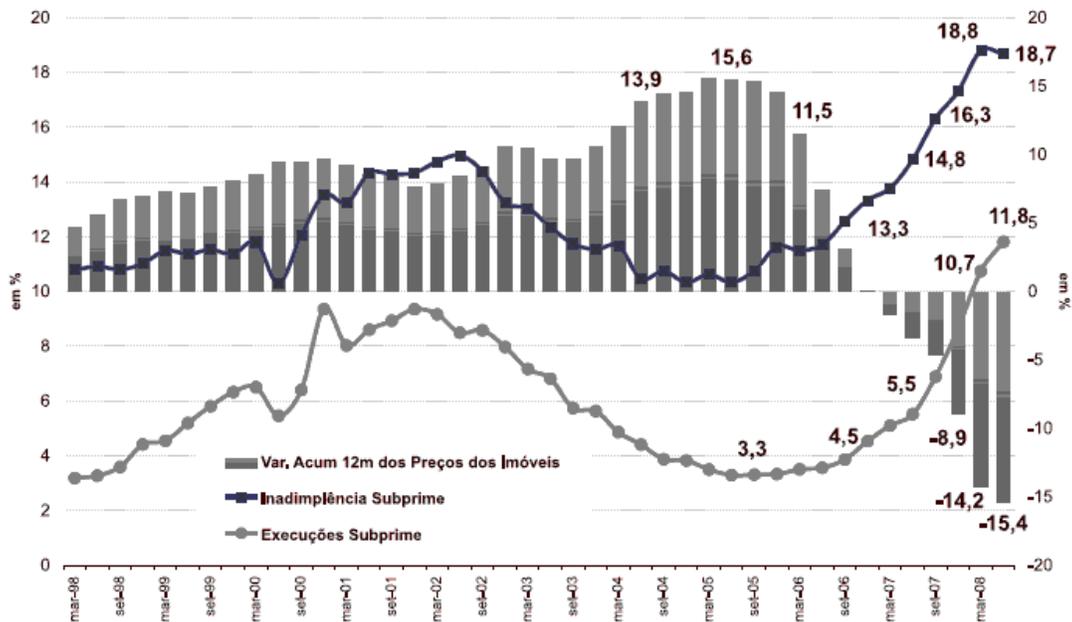
Dessa forma, o mercado de títulos imobiliários floresceu por meio da aceitação do risco (e da negação do mesmo) e inclusive, por atividades fraudulentas, tanto do lado do mutuário quanto das corporações financeiras. Sobre isso Wray (2008, p.21) salienta:

The subprime market bloomed, with increasingly risky instruments and practices, as “low doc” loans (less documentation required) evolved to “no docs” and to “liar loans” (borrowers were allowed, and even encouraged, to lie about income and other information relevant to the application process), and finally, to “Ninja loans” (no income, no job, no assets). Certainly, some of this was fraudulent (on the part of both lender and borrower), but much was also based on the belief that real estate values could only go up—thus, Ponzi finance was encouraged by the relative tranquility of the market.

A “bolha imobiliária” não foge a lógica das outras bolhas. Os preços dos imóveis cresciam rapidamente, fomentando o setor hipotecário e a especulação com ativos vinculados as hipotecas. Em 2004, uma nova ação exógena, voltou a influenciar o mercado imobiliário, pois, a fim de controlar a inflação o FED sobe a taxa de juros. De acordo com o Banco Mundial, no ano em questão a taxa de juros real da economia americana era de 1,5% ao ano e em 2005 foi para 2,9%. No ano seguinte atingiu o patamar 4,3%, e em 2007 foi para 5,2%.

A medida dificultava o pagamento das hipotecas para os clientes com contratos pós-fixados, porém a confiança do mercado prevalecia, mas note-se que, paulatinamente o *gap* habitacional havia caído e começou a cair a demanda por novos imóveis, de forma que o preço dos mesmos começou a cair. Se apresenta uma interrelação de forte endividamento, juros mais altos do que os do momento da tomada do empréstimo e preços mais baixos dos imóveis. Para se ter ideia, os preços dos imóveis decaem em 2007, e em 2008 apresentaram queda real de 24% (BASTOS; TEXEIRA, 2015, p.2). O índice “Composto 20” da *Case-Shiller* que calcula os preços das casas em vinte grandes cidades americanas demonstra que do pico em 2006 até fevereiro de 2008 os preços declinaram 15% (FERGUSON, 2008, p.246).

**Figura 5: Variação dos Preços dos Imóveis, da Inadimplência e Execuções de Hipotecas do Segmento *Subprime* 1998–2008**



Fonte: Retirado de Torres, E e Borça Jr, 2008, p. 149

Como pode-se notar a partir de 2005, o nível de inadimplência já começara a aumentar, mas sem prejudicar o nível de preço das residências e a euforia do mercado. Entretanto, a contar de 2006, a situação de instabilidade se explicita.

Os preços dos imóveis caem ainda mais, as famílias não conseguem fazer novas dívidas para pagar suas hipotecas, até por que a sua casa que seria a garantia a nova dívida, valia agora menos que a dívida hipotecária. Além do mais a nova dívida seria feita com juros mais altos.

A inadimplência *subprime* atinge níveis próximos a 12% e as execuções dos contratos *subprime* “salta” de 4% para 11,8% em dois anos e, evidentemente, há uma rápida corrosão nos valores das casas.

Para melhor compreensão da dimensão do mercado hipotecário é útil saber que, em conjunto, os proprietários americanos deviam uma soma equivalente a 99% do PIB do país no ano de 2006. E no primeiro semestre do ano anterior, cerca da metade do crescimento do PIB dos EUA estava vinculado ao mercado imobiliário (FERGUSON, 2008, p.217).

De acordo com Oliveira (2012), a modificação mais profunda nos preços dos imóveis pode ser justificada pelas seguintes causas:

(a) as instituições financeiras passaram a aceitar devedores com históricos ruins (*Ninjas*) e esses não conseguiram arcar com os compromissos;

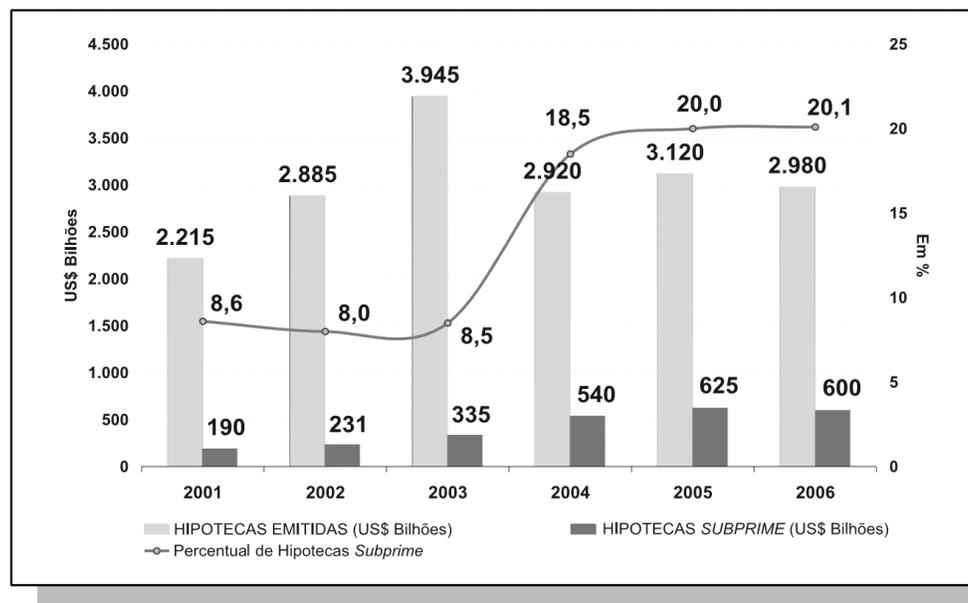
(b) parte das negociações eram feitas a taxas reajustáveis, ou seja, se os juros aumentam, as dívidas também aumentam;

(c) na realização das Obrigações de Dívidas Garantidas (CDOs), as instituições que comercializavam papéis mesclaram os bons papéis (*prime*) com os de alto risco (*Ninja*), sendo que tal ação envolvia altos riscos, entretanto foi rotulada como sendo segura pelas agências de *rating*, o que facilitou a colocação dos títulos de dívida em circulação, lastreados nessas hipotecas. Era como se o “mercado” estivesse dando aval às companhias hipotecárias para que elas emprestassem cada vez mais para a compra da casa própria, independentemente do perfil do comprador. Só que, de fato, os compradores de papéis não tinham a plena noção do que estava ocorrendo.

Segundo a *Mortgage Bankers Association (MBA)*, representante americana do setor de financiamento imobiliário, nos empréstimos classificados como *prime* (de baixo risco) e com taxa de juros fixa (*Fixed Rate Mortgage – FRM*), a inadimplência foi de apenas 2,56% no quarto trimestre de 2007. E nos empréstimos *subprime* e com taxa flutuante (*Adjustable Rate Mortgage – ARM*) a inadimplência atingiu 20,02% na mesma época. Quanto aos despejos, na categoria juros flutuante, o índice de ações de despejo atingiu 13,43% do total de operações, já nos empréstimos *prime* com taxa fixa, o percentual foi de meros 0,55%.

Torres e Borça Júnior (p.137, 2008) destacam que o período de valorização dos preços dos imóveis visto entre 1997 e 2006 deveu-se, em parte, ao aumento da demanda pela compra de casas, ligada à a expansão dos créditos *subprime*. Os gráficos a seguir ilustram a situação:

**Figura 6 : Emissão Total de Novas Hipotecas e Participação das Hipotecas *Subprime* (2001-2006)**

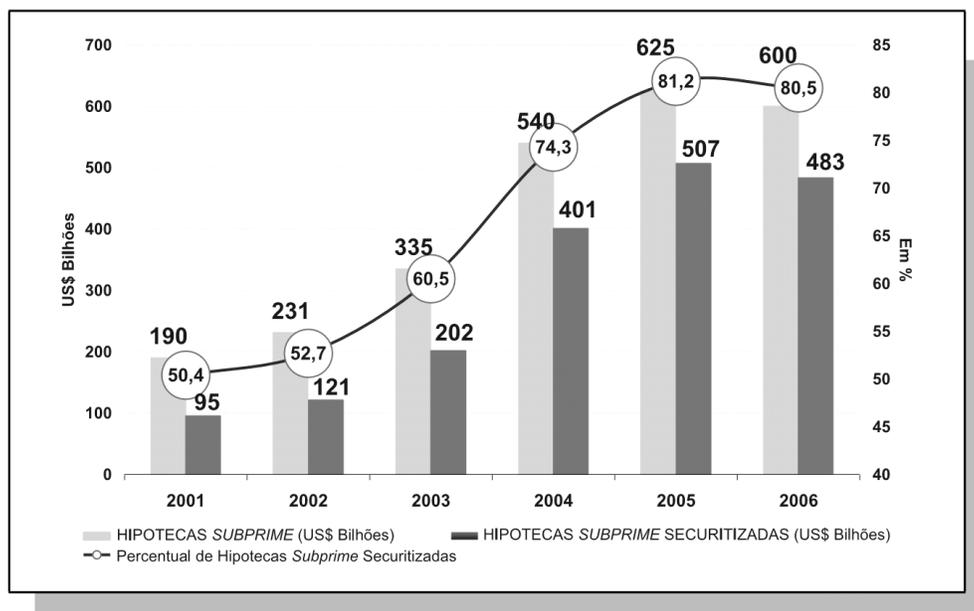


Fonte: Retirado de Torres, E e Borça Jr, 2008, p. 137

Assim, vemos que, a partir de 2003, o percentual de hipotecas do tipo *subprime* cresce constantemente. Nesse mesmo ano, o percentual era de 8,5% do total de novas hipotecas. Em apenas 3 anos, o percentual atinge 20,1% e soma um volume de US\$ 600 bilhões.

No ano de 2003, o então presidente George W. Bush assinou a *American Dream Down Payment Act* (Lei do Pagamento Inicial do Sonho Americano) que tratava-se de uma medida para subsidiar a compra da casa própria por famílias de baixa renda. As financiadoras foram encorajados pela administração Bush a diminuir as exigências para a tomada de empréstimos. E as instituições *Fannie Mae* e *Freddie Mac* foram pressionados a apoiar o mercado *subprime* (FERGUSON, 2008, p.250). Por meio da *American Dream Downpayment Act* tem-se a explicação sobre a vertiginosa expansão *subprime*.

**Figura 7: Evolução do Percentual de Hipotecas *Subprime* Securitizadas (2001–2006)**



Fonte: Retirado de Torres, E e Borça Jr., 2008, p. 137

Em 2006, do total de US\$ 600 bilhões em hipotecas *subprime*, US\$ 483 bilhões estavam securitizadas, ou seja, 80,5%. No primeiro ano da série, o nível das hipotecas securitizadas era de 50,4%.

O crescimento da oferta e securitização das hipotecas *subprime* foi um processo frenético. O crédito *subprime* envolvia uma peculiaridade: o regime híbrido de pagamento. Nos primeiros 2 ou 3 anos, o valor das prestações e a taxa de juro eram baixas, até menor que o valor de mercado. Entretanto, nos outros 27 ou 28 anos, as prestações e o juro aumentavam a níveis de mercado. Muitas famílias passaram a ter dificuldades no pagamento da segunda (e mais cara) parte do contrato.

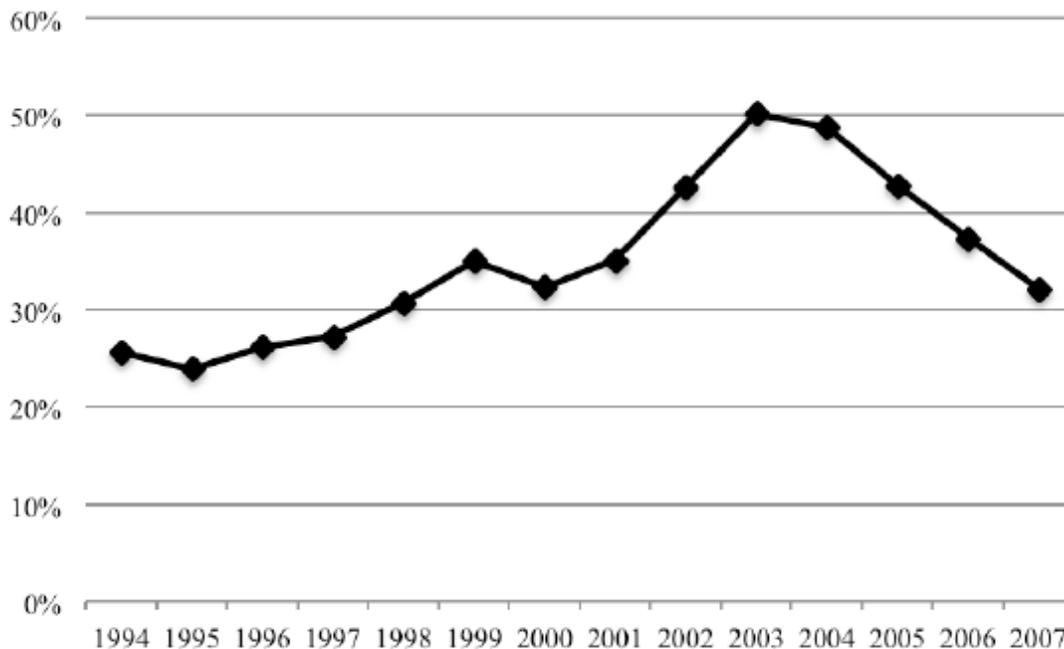
A solução? Liquidar a própria casa e iniciar um novo processo de financiamento. Dessa forma, expandiam-se as operações *subprime* no mercado (Torres, E e Borça, Jr., 2008, p.138).

Conforme Cintra e Cagnin, (2007 *apud* Torres, E e Borça Jr., 2008) outra opção eram os contratos *interest-only loans*, na qual no 1º período pagava-se apenas os baixos juros e depois as amortizações e o restante dos juros. Estrutura similar a citada anteriormente e que também produziu a disseminação do *subprime*.

Ou seja, esse processo vai deixando claro que, quando as taxas de juros aumenta, a situação dos compradores de hipotecas piorava. Ora, se eles dependiam de vender a casa inicialmente comprada para pagar a hipoteca e gerando outra hipoteca, se destaca o que já comentamos acima: o fato de que a queda do preço dos imóveis começa a inviabilizar esse tipo de operação.

Wray (2015) em sua discussão sobre o “banco prudente” garante que um banco responsável com o seu negócio precisa mais do que apenas realizar empréstimos. E os bancos fizeram muito mais do que terem os seus ativos presos a empréstimos e títulos (receitas relacionadas ao juro). Os bancos comerciais e as instituições à sombra passaram a realizarem as mesmas atividades: gerenciar fundos de investimentos, emitir títulos de dívidas, comissões com securitizações, ganhos com *trading account* (comercialização de *securities*) e serviços de seguro. Segundo Mattos (2015, p.75) a relação entre às receitas não relacionadas a juros e às relacionadas a juros era de 23% em 1994 e em 2003 atinge o auge com 50%, a partir desse momento, decaem em função do aumento nos empréstimos e compra de títulos. Já as receitas de *trading account* mais que triplicaram entre 1994 e 2006, e com o empezar da crise desabaram a níveis anteriores ao início dos anos de 1990.

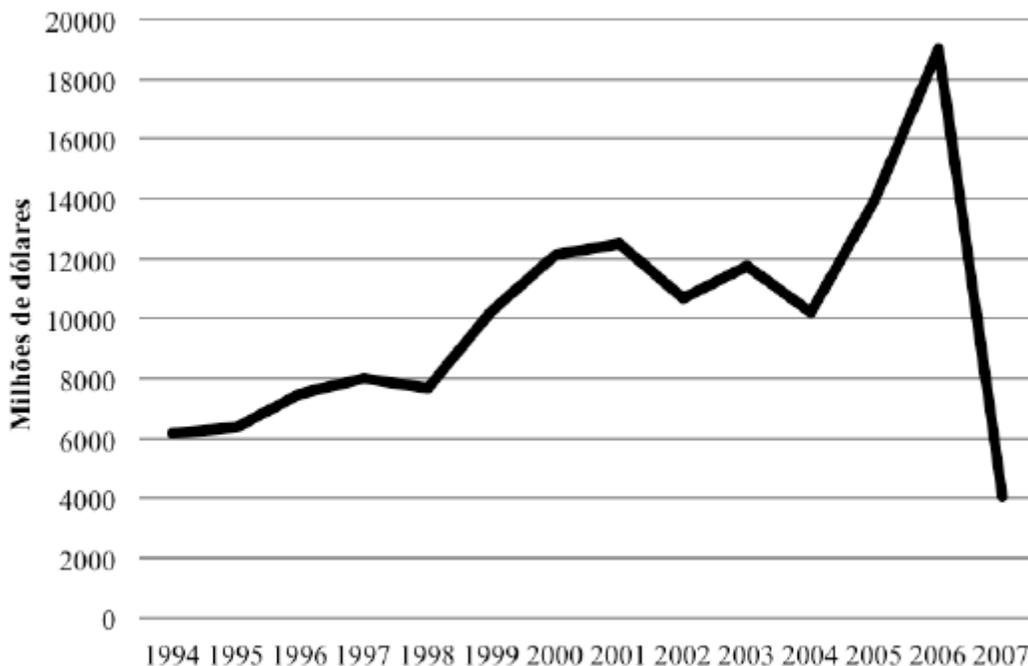
**Figura 8: Relação entre Receitas Não-Relacionadas a Juros e Receitas Relacionadas a Juros dos Bancos Comerciais Norte-Americanos entre 1994 – 2007 (em %)**



Fonte: Extraído de Mattos (2015, p.76)

Os ganhos líquidos provenientes das operações de securitizações cresceram 30% entre 2001 e 2007. Esses ganhos representam os serviços a partir das securitizações, condutas de securitização e veículos de financiamento estruturado, incluindo prestação de apoio administrativo, apoio à liquidez, gestão de risco de taxa de juro, suporte ao aprimoramento, e qualquer suporte adicional como um agente administrativo, agente de liquidez, agente de cobertura ou agente de reforço de crédito. Conforme informações do *Federal Deposit Insurance Corporation* (MATTOS, 2015, p.77).

**Figura 9: Receitas com *Trading Account* dos Bancos Comerciais Norte-Americanos entre 1994 – 2007 (em milhares de dólares)**



Fonte: Extraído de Mattos (2015, p.76)

Note-se que a grande diferença entre os bancos comerciais e os *shadow banks* é que as instituições paralelas, por estarem fora da regulação, não poderiam contar com o suporte financeiro do FED. Isto é, em caso de falhas na sua estrutura de captação de recursos, elas não terão direito aos seguros de depósitos, às operações de redesconto e empréstimos de última instância. E trabalham altamente alavancadas, inclusive a partir de operações realizadas pelos bancos, como no caso dos *hedge funds* e *SIVs*.

Com tudo isso, pode-se concluir a grande exposição dessas a uma corrida bancária – saque dos recursos.

Wray (2015) destaca também que as novas funções dos bancos comerciais apenas supostamente reduziriam os riscos das operações. Mas, na realidade, os bancos vendiam e compravam os próprios riscos da contraparte, inclusive por meio de acordos de recompra. Levando o sistema a um patamar cada vez mais distante de uma estrutura financeira segura e coberta - *hedge*.

At the time of the GFC, banking (at least at the biggest banks) had largely become an “originate to distribute” business—relying on fees rather than

interest earnings—that was supposedly insulated from default risk. However, the banks were also buyers and sellers of derivative products, and had provided other kinds of risk coverage (including buyback guarantees) so the risks came back to them. It is hard to imagine how banks could have been insulated in a highly interconnected financial system, since the banks ultimately acted as the residual suppliers of liquidity.

Farhi e Cintra (2009) afirmam ainda que “o sistema bancário e o *global shadow banking system* se interpenetravam de modo quase inextrincável”.

O mecanismo importante é o avanço dos mercados de balcão, que negociavam os títulos de crédito securitizados pelos bancos comerciais. A retirada dos riscos do balanço dos bancos via alienação fiduciária, somente foi possível porque alguém se dispunha a aceitá-lo: *global shadow banking* – principal comprador dos produtos estruturados. Como vimos na explicação da estrutura da securitização de recebíveis efetuada a partir das operações de crédito bancário. Os créditos saem de balanço para esse novo “veículo financeiro” e passam a integrar o ativo desse novo agente.

Mattos (2015, p.74) destaca que a problemática está relacionada aos “*too big to fail*” - instituições bancárias considerados grandes (relevantes) demais para se permitir a falência. Isso por que as falências desestabilizariam um sistema bancário e não bancário inteiro. Como vimos essa questão avançou sobre maneira ao longo dos primeiros anos dos anos 2000. Além do tamanho e influência no mercado, as instituições estavam exageradamente interconectadas por meio de operações no mercado de títulos e derivativos, assim, é mais adequado o uso do termo “*too interconnected to fail*”. Destaque-se ainda que essas operações atingiam bancos fora dos Estados Unidos, dentre eles, os europeus, conforme veremos adiante.

Ainda para compreender melhor a questão do crescimento das operações e do impacto da crise de inadimplência que vai gerar impactos generalizados, é preciso destacar que os mercados de balcão caracterizam-se pela opacidade. Os preços não são de conhecimento público, os produtos não possuem uma cotação oficial e não existem câmaras de compensação. Nesse mercado os organismos de regulação indicam a prática contábil *mark-to-market*, que envolvem modelos matemáticos complexos e representam apenas

aproximações sobre o valor das posições, isso quando os cálculos e análises são corretamente realizadas.

Sobre o assunto Farhi e Cintra (2009) argumentam “essas normas contábeis, que deveriam garantir a estabilidade e a transparência do sistema, contribuíram para aumentar sua volatilidade e falta de transparência, provocando com isso uma crise de liquidez acompanhada de uma crise de confiança”.

Wray (2012, p.13) chama a atenção para o fato que em 2007 a dívida do setor financeiro representava 125% do PIB americano, isto é isso envolvia a dívida que uma instituição financeira adquiriu com outra. Sendo sua maioria de curto prazo.

Destaca que as instituições financeiras haviam modificado sua fonte de financiamento: de depósitos (contas-correntes domésticas e contas de poupança) haviam modificado sua captação para a emissão de passivos (títulos de dívida), principalmente de curto prazo. Esses por sua vez, eram comprados por outras instituições financeiras.

No caso do processo vinculado ao mercado hipotecário. Um banco compraria títulos lastreados em hipotecas (MBSs) (que estaria em seu ativo). Para tal emitia um *comercial paper* (passivo). O papel comercial, por sua vez, seria comprado por um fundo mútuo (MMMF) que emitia passivos, que eram semelhantes a depósitos para empresas e famílias (concorriam com os depósitos bancários)

Note-se que os depósitos bancários domésticos são segurados pelo governo (seguro FDIC), e os bancos têm acesso irrestrito ao FED, caso precisem cobrir as retiradas. Portanto, os depósitos bancários são uma fonte de financiamento muito estável para os bancos que compram MBSs ou outros ativos.

Quando houve a queda dos valores de mercado dos MBSs, as famílias não precisaram se preocupar com seus depósitos segurados.

No entanto, como destacamos acima, parte da compra de MBS pelos bancos não foi oriunda de recursos de depósitos, e sim da emissão de comercial papers, que não são segurados.

Nesse sentido, as MMMFs se preocuparam com o papel comercial não segurado emitido pelos bancos – se os ativos do MBS comprado pelo banco eram ruins, o papel comercial emitido pelo banco também era ruim.

Isso provocou falta de demanda pelo papel comercial, o que significa que quando isso ocorre os bancos passam a ter dificuldade em refinarçar suas posições - e não podiam simplesmente vender os MBSs porque não havia mercado para eles (WRAY, 2012, p.14).

Nessa estrutura, o resultado seria uma crise de liquidez provocada pela desvalorização dos ativos que impossibilitaria o pagamento dos passivos.

*Suddenly there was a “liquidity crisis”—a run into the most liquid and safe assets (insured deposits plus federal government debt) and a run out of almost everything else. Since financial institutions relied so much on borrowing from each other, and because they no longer trusted each other, the entire global financial system froze. Without government intervention, all financial institutions would have to “sell out position to make position (WRAY, 2012, p.14).*

### **3.4 - O impacto sobre as instituições financeiras/ o “desmanche do *global shadow banking system*”**

Como já mencionado, o aperto da política monetária teve efeitos drásticos no nível de inadimplência e nos mercados *subprime*. A consequência foi a explosão da bolha imobiliária, pela 1ª vez desde do começo dos anos 1990 o preço das casas começaram a declinar (FERGUSON, 2008, p.253). Os proprietários ao verem suas dívidas aumentando e os preços de seus imóveis deteriorando, iniciaram um processo de execução e venda de suas propriedades. Com o aumento da oferta de imóveis, provocada pela queda nos preços dos mesmos, os preços decaem ainda mais criando um ciclo de desvalorização. A lógica era similar para os investidores de *Wall Street*. Diante da perda de valor dos títulos *subprime*, o quadro encontrado era que os retornos dos ativos *subprime* não eram suficientes para efetuar o pagamento das dívidas, então a alternativa é vendê-los o mais rápido possível. Minsky denominou o processo de “vender posição para fazer posição”, evidentemente, que a venda generalizada de posições acentua a perda de valor e acelera o processo de destruição da riqueza e quebra de mercado.

Em fevereiro de 2007 apareceu o primeiro forte indício de instabilidade no mercado financeiro: o banco HSBC assumiu perdas pesadas no mercado hipotecário americano.

Entretanto, a maioria dos analistas dataria o começo da crise em junho, quando o *Merril Lynch* (credor do *Bear Stearns*) solicitou ao *Bear Stearns* que depositasse colateral adicional em dois dos seus fundos *hedge*. O *Merryl Lynch*, outro banco de investimento e prestador do *Bear*, demonstrou preocupação com a exposição excessiva do banco aos ativos *subprime*. No fim, o *Bear* afiançou um dos seus fundos e deixou o outro implodir. No mês seguinte, as agências de classificação começaram a rebaixar os títulos RMBS CDOS (obrigações de dívida de hipotecas residenciais garantida por propriedade colateralizada). (FERGUSON, 2008, p.254).

Os CDO (*collateralized debt obligation*/ obrigação de dívida colateralizada) é um produto financeiro estruturado que reempacota ativos – que geraram fluxo de caixa - esses “pacotes de ativos” são vendidos aos investidores. Hipotecas, títulos e empréstimos servem como garantia para o CDO constantemente.

Para Farhi (2011, p.9) o auge da crise acontece a partir de junho de 2007 quando as instituições não bancárias enfrentaram uma “corrida bancária”. Mesmo não estando englobadas na regulação, os bancos centrais tiveram que criar medidas para socorrer as instituições do *global shadow banking system*, como acesso a aporte de capital, linhas de crédito e operações de redesconto. Estima-se que a resposta total do FED atingiu \$29 trilhões. Enquanto à crise faliam as instituições, o Estado manteria as instituições operando por meio de fusões e transferências financeiras para viabilizá-las. Os ativos podres foram comprados acima do valor de mercado para favorecer a solvência das instituições. Conforme Wray (2012, p.20) em 2008, o balanço patrimonial do FED era de \$926 bilhões, sendo 80% concentrado em títulos do tesouro e, em 2010/09, esse era de \$2,3 trilhões, com metade em MBSs – título com garantia hipotecária.

Antes, em março de 2008, a falência do *Bear Stearns* – quinto maior banco de investimentos dos EUA – somente foi evitada pela intervenção do FED que ofertaram US\$ 29 bilhões para sua compra e garantiram a sua venda para o *JP Morgan/Chase* em uma transação subscrita pelo próprio FED. Um ano antes a cotação do banco era de US\$ 170, naquele momento cada ação valia US\$ 10. Sem dispor de reservas de capital, com ativos que perdiam liquidez e deixavam de ter cotação, e com o expressivo encolhimento da sua fonte

de *funding*, provocados principalmente pela “corrida bancária” os grandes bancos de investimentos americanos simplesmente deixaram de existir. (Farhi, 2011, p.9).

Para Ferguson (2008, p.255) a crise de liquidez explodiu em agosto, quando a *American Home Mortgage* declarou falência. No mesmo mês, o *BNP Paribas* suspendeu três fundos de investimentos em hipotecas e o *Countrywide Financial* – empresa que fornece empréstimo para habitação – eviscerou toda a sua linha de crédito de US\$ 11 bilhões.

Em 7 de setembro, a crise tem o seu capítulo mais irônico e midiático, a *Fannie Mae* e o *Freddie Mac* recebem um aporte governamental de US\$ 200 bilhões. Nem mesmo as GSE – *Government Sponsored Enterprises* – responsáveis pela expansão das hipotecas americanas escaparam do desastre financeiro. O *Freddie Mac* na época refinanciava ¼ das hipotecas e, em conjunto, ambas respondiam por quase 50% dos empréstimos hipotecários, o que significa 5,5 trilhões de dólares em financiamento. Apenas no segundo trimestre, a *Fannie Mae* registrou prejuízos de US\$ 2,3 bilhões e a *Freddie Mac* de US\$ 821 milhões.

No dia seguinte, as ações do Lehman Brothers despencam 45%. E em 15 de setembro, o banco – até então o quarto maior banco de investimentos americano – anuncia concordata, depois de tentativas frustradas de negociação com o Banco de Desenvolvimento da Coreia do Sul, o *Bank of America* e o *Barclays*. E o *Merrill Lynch* é comprado pelo *Bank of America* por US\$ 50 bilhões, mesmo tendo anunciado US\$ 52,2 bilhões em dívidas.

Em 16 de setembro, a seguradora AIG, uma das principais seguradoras a emitir proteção aos títulos *subprime*, recebeu um resgate de US\$85 bilhões de dólares do Tesouro norte-americano. O valor aumentaria para US\$180 bilhões nos meses seguintes.

O secretário do Tesouro dos EUA, Henry Paulson, no dia 19 de setembro, requer ao Congresso a aprovação de um pacote de emergência no valor de US\$ 700 bilhões. Esse é denominado *Emergency Economic Stabilization Act of 2008*, uma lei aprovada no dia 3 de outubro de 2008 que autorizou Tesouro a gastar US\$ 700 bilhões na compra de ativos podres do setor hipotecário (títulos *subprime*) e a injetar liquidez no sistema bancário.

Ainda no mês de setembro, no dia 21, *Goldman Sachs* e *Morgan Stanley* abandonam o *status* de banco de investimentos. Ambos obtiveram a autorização para se transformarem em *holding* financeiras – estando agora sujeitas a supervisão do *Federal Reserve*. Já no dia 25, o *Washington Mutual* – maior instituição de poupança e líder na concessão de empréstimos imobiliários dos Estados Unidos foi entregue ao controle da Agência Federal

de Seguradoras de Depósitos (FDIC) após ser o protagonista da maior falência da história dos EUA. O banco foi a maior vítima da “corrida bancária”, em 10 dias, foram sacadas US\$16,7 bilhões da instituição, segundo o Escritório de Supervisão Econômica (OTS, sigla em inglês) dos Estados Unidos. O *JP Morgan/Chase* adquiriu a instituição em uma operação de US\$ 1,9 bilhão.

Wray (2012, p.15) afirma que na maioria dos casos, exceto para as maiores instituições financeiras, foi a crise financeira global e depois a profunda recessão que criou problemas para os seus balanços.

It is important to note here that the solvency problems were largely limited to a handful of financial institutions—the biggest ones, including the top half dozen banks, the big investment banks, a few big mortgage lenders, and the big money market mutual funds. All but the MMMFs had been heavily involved in the risky and often fraudulent activities; the MMMFs got in trouble because they held the commercial paper of these (likely) insolvent institutions.

## **Capítulo IV**

### **As imposições da crise sobre a liquidez mundial – os impactos sobre a Europa**

#### 4.1 – A institucionalidade da zona do euro

Antes de adentrar nas consequências da crise na Europa, é necessário o estudo sobre a institucionalidade na União Europeia. A zona do euro tem como responsável pela sua política monetária a União Monetária Europeia (UME), órgão composto pelo Sistema Europeu dos Bancos Centrais (SEBC) e o Banco Central Europeu (BCE), esse último é o responsável pela emissão da moeda, gestão das reservas nacionais e pela formulação e execução da política monetária comum. Ou seja, os bancos centrais nacionais não possuem autonomia política e sequer podem decidir as taxas de juros internas, também responsabilidade do BCE, e não possuem autoridade quanto as políticas cambiais.

O principal objetivo do UME é a estabilidade de preço. Também soma-se a redução das flutuações cambiais e o controle do *déficit* e dívida pública. Sanções podem ser aplicadas aos países que assumem políticas fiscais irresponsáveis.

O Tratado de Maastricht (1992) proíbe o BCE de conceder créditos a qualquer instituição, autoridade ou entidade do setor público dos seus estados-membros, tendo como única exceção instituições de crédito público, também fica vedada a compra direta de títulos de dívida emitidos por entidades e países europeus. Tal impedimento representa uma barreira a atuação das autoridades monetárias e o consequente agravamento de uma eventual crise. Wray (2012, p.2) segue o mesmo raciocínio “*the GFC and policy adopted in its aftermath have (finally) exposed the fundamental weaknesses of the arrangements of the European Monetary Union (EMU)*”. Ficou determinado pelo tratado a convergência macroeconômica que envolvia a moeda única, estabilidade das taxas de juros e taxas nominais de câmbio e normas para as contas públicas, incluindo a dívida pública. Entretanto, nenhuma imposição foi estabelecida para o endividamento externo como proporção da dívida nacional total. Então, os países começaram um processo de endividamento junto a investidores não residentes, o que também era beneficiado pela moeda única e baixíssimo risco cambial (FREITAS, 2016, p.23).

#### **4.2 – O impacto inicial da crise de subprime sobre os países periféricos da zona do euro (Portugal, Irlanda Italia, Grécia e Espanha – PIIGS)**

Freitas (2011, p.23) aponta para o aumento do endividamento dos países do euro junto a investidores não residentes, após a adoção da moeda comum e da eliminação do risco cambial. A formação da Zona do Euro apresentou o surgimento de novas oportunidades de negócios lucrativos sem deixarem de serem de baixo risco, quem mais viria a se aproveitar desse cenário seriam os bancos americanos, ingleses e fundos de pensão americanos e japoneses.

E bem verdade que a ampliação das oportunidades para o capital estão relacionadas aos *déficits* em transação correntes enfrentados com a livre movimentação de capitais, que são financiados via endividamento bancário externo e investimento estrangeiro em portfólio. No entanto, o crescimento do endividamento externo dos países periféricos da zona do Euro não esteve vinculado apenas a essa questão. A forte captação de recursos pela conta financeira também esteve ligada à possibilidade de obtenção fácil de recursos nos momentos de liquidez. Os investidores internacionais, por seu lado se dirigiram a comprar papéis lançados por empresas e Governos desses países por considerarem que os mesmos representavam aplicações financeiras lucrativas e seguras.

Corroborando essas questões, os autores Bliskstad e Oliveira (2016, 5-13) frisam dois momentos distintos na realidade dos PIIGS – Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha.

i. De um lado temos os dados relativos às transações correntes. Os países “avançados” da zona do euro (Alemanha, França, Holanda), passam a aumentar fortemente sua exportação de produtos manufaturados para os membros “periféricos” da zona do euro – Os PIIGS. De outro lado, esses últimos passam a exportar fortemente, produtos primários para os primeiros.

ii. Nessa dinâmica a balança comercial dos PIIGS piora, o que não parecia ser problema, dado a forte entrada de recursos pela conta financeira.

Ademais, destaca-se também a expressiva entrada de recursos para financiar os avanços da infraestrutura desses países periféricos, através de empréstimos do governo.

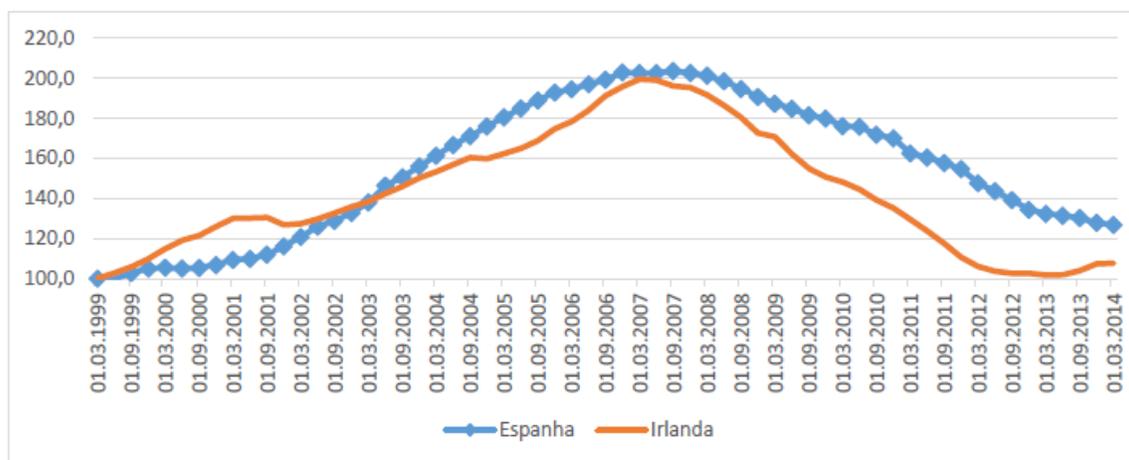
Nesses termos, no período de expansão econômica (2000-2007), a criação do euro provoca um fluxo de capitais dos países centrais para os periféricos da zona do euro.

Um fato importante a comentar é que dentre os tomadores de recursos estão os governos e os bancos desses países. No caso dos governos, um ponto central é que seus gastos eram financiados pelo lançamento de títulos de dívida, que obtinham altas notas pelas agências de *rating*. Havia uma convergência das notas dos títulos públicos dos países em geral da zona do euro, independente de seu perfil e país.

Na outra ponta, estavam os bancos desses países, sendo que a alta na liquidez internacional do período promoveu um elevado grau de integração financeira para os bancos da região, que adquiriram ativos externos e aqui também encontram-se os bancos centrais desses países. Ademais, esses bancos também tomavam empréstimos lançando títulos de dívidas, que obtinham boas notas.

O fluxo de capitais se convertiam em expansão do consumo e do mercado imobiliário. Os gráficos abaixo (figura 10 e 11) indicam o aumento nos preços dos imóveis residenciais, impulsionados pelo aumento do crédito. A partir de 2007, o cenário se inverte. E o estoque de empréstimos mais que dobra na Espanha e na Irlanda até a eclosão da crise em 2007, sendo a maior parte dos empréstimos destinados às famílias. O que alimentou tal conjuntura foi o uso das casas como colateral tanto para a aquisição dos empréstimos imobiliários como para o consumo.

**Figura 10: Variação dos Preços dos Imóveis Residenciais entre 1999-2014 na Espanha e Irlanda – (1999=100)**



Fonte: Extraído de Bliskstad, N. e Oliveira, G. (2016, p.8)

**Figura 11: Estoque de Empréstimos das Instituições Financeiras Monetárias (excluindo o Eurosistema) do País para Aquisição de Imóveis Residenciais, em Bilhões de Euros e em % do Total de Empréstimos para as Famílias (2003-2011)**

País	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Espanha	278 68%	336 70%	451 73%	552 74%	627 75%	658 75%	657 75%	665 76%	658 77%
Irlanda	55 77%	74 80%	95 81%	111 81%	124 81%	115 80%	110 79%	100 77%	80 73%

Fonte: Extraído de Bliksstad, N. e Oliveira, G. (2016, p.8)

A reversão no contexto econômico fez com que os bancos diminuíssem a concessão de novos empréstimos, o que em conjunto com a recessão, elevou a inadimplência. Assim, os bancos começaram a ficar expostos a instabilidade financeira. Incluindo, a desvalorização dos seus ativos e a dificuldade em se financiarem nos *money markets*.

Nesse ponto é importante comentar que se observou um crescimento paulatino da dívida pública dos países da zona do euro ao longo dos anos 2000 e até 2007. Mesmo assim, os títulos lançados pelos governos desses países continuavam apresentando boas notas dadas pelas agências de *rating*. Outro comentário é que Espanha e Irlanda não apresentavam problemas de fluxos, pois seus resultados primários não apresentavam elevados déficits.

Paralelamente, os bancos dos PIIGS tinham forte relação com os bancos americanos. Tomaram recursos deles para fazer suas aplicações. Fizeram expressivos empréstimos, e compraram títulos de dívida de empresas e governos da região.

Para os grandes bancos americanos, ingleses e europeus, bem como para os grandes fundos de pensão americanos e japoneses, a constituição da área do euro representou imensas oportunidades de negócios lucrativos e de baixo risco. Bancos americanos e ingleses propunham ativamente seus serviços de conversão de dívida em títulos negociáveis, tanto para bancos provinciais europeus como para empresas públicas e governos de municipalidades em distintos países da zona do euro, ao mesmo tempo em que concediam empréstimos ou organizavam emissões de títulos de dívida pública e privada nos mercados internacionais.

Até a quebra do banco de investimento americano Lehman Brothers, não havia grande diferença entre os rendimentos pagos pelos bônus alemães e os rendimentos pagos por bônus

de Portugal, Irlanda ou mesmo Grécia. Assim, conforme destacamos antes, havia forte convergência de riscos antes da crise da euro. Nesse ponto, Freitas (2011, p.24) destaca que o grau de investimento dos bônus soberanos europeus eliminava, no caso dos bancos, a exigência de capital adicional determinada pelo Acordo de Basíleia (capital mínimo equivalente a 8% dos ativos ponderados pelos riscos) e atendia a exigência de prudência no caso dos grandes fundos de pensão americanos.

#### **4.3 - Contágio da crise de *subprime* e os impactos financeiros do endividamento público – o aumento especulativo do risco país e seu impacto sobre a dívida pública**

Esses bancos são rapidamente impactados com a crise de *subprime*, tanto por que perdiam sua condição de financiamento, como também por que eram compradores de títulos *subprime* americanos. Note-se que eles efetuavam financiamento para as famílias e empresas europeias. Caso entrassem em processo de liquidação, isso geraria impactos de forte colapso de endividamento, pois as empresas e famílias não conseguiriam se refinarciar. Nessa situação, os governos desses países “ajudaram os bancos”, emprestando recursos. No entanto, para isso, precisaram lançar títulos da dívida pública, aumentando sua própria dívida.

Nesse contexto, os bancos da Grécia e o setor público apresentam problemas de endividamento. Ocorre no entanto, que agências de *rating*, mudaram sua avaliação sobre os títulos de governo, não só da Grécia, como da região inteira.

Pode-se dizer que o processo de rebaixamento de notas inicia-se com a explicitação dos problemas apresentados pela Islândia. Em decorrência da estatização do seu sistema bancário fortemente exposto aos ativos americanos de alto risco o governo da Islândia declarou-se insolvente, em outubro de 2009, sendo resgatado pelo FMI e pelos demais países nórdicos (Dinamarca, Finlândia, Noruega e Suécia), que, em novembro, concederam empréstimos no montante total de US\$ 4,2 bilhões (FREITAS, 2011). Os recursos do FMI seriam liberados em oito tranches, sujeito a revisão trimestral.

É como se essa situação tivesse aberto o “alerta” das agências de *rating*, que voltaram seus olhos para analisar as condições da dívida pública dos países da zona do euro, até então consideradas “saudáveis”. O olhar se volta rapidamente para a Grécia.

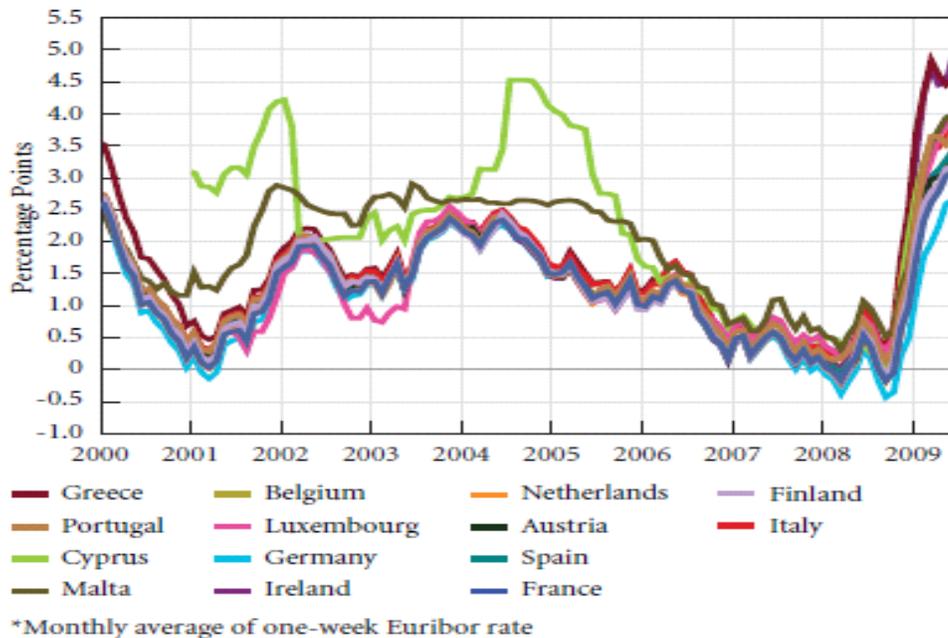
No dia 14 de janeiro de 2009, apenas cinco dias depois de ter anunciado que o rating soberano grego estava sob observação, a agência americana *Standard & Poor's* (S&P) rebaixou a classificação de risco da Grécia de “A” para “A-”. Na semana seguinte, cortou as notas da Espanha e Portugal; em março, rebaixou a nota dos títulos soberanos da Irlanda (FREITAS, 2016, p.26).

O rebaixamento da classificação de risco de crédito desses países da periferia da área do euro desencadeou o temor de alguns investidores de que esses países pudessem deixar de pagar as suas dívidas, o que se traduziu na exigência de prêmio de risco mais alto.

No caso da Grécia, em particular, a aversão ao risco foi tão forte, que bastou o anúncio da perspectiva de rebaixamento para que o diferencial entre o rendimento pago pelos bônus soberanos gregos e alemães de maturidade equivalente disparasse, alcançando 232 pontos base no dia 12 de janeiro de 2009, quase 10 vezes acima do nível de 2007 (FREITAS, 2016, p.26).

Ou seja, rapidamente a situação financeira dos governos dos países dos PIIGS piorou, pois a dificuldade de vender os seus títulos de governo fez com que os mesmos fossem vendidos com baixos preços, significando que os juros pagos aumentavam rapidamente. Assim, o risco país dos PIIGS moveu-se rapidamente de forma especulativa, afetando as condições para novos endividamentos (Figura 12).

**Figura 12: Spreads do Euribor para 10 anos para *Bonds* do Governo 2000 – 2009 (em pontos percentuais)**



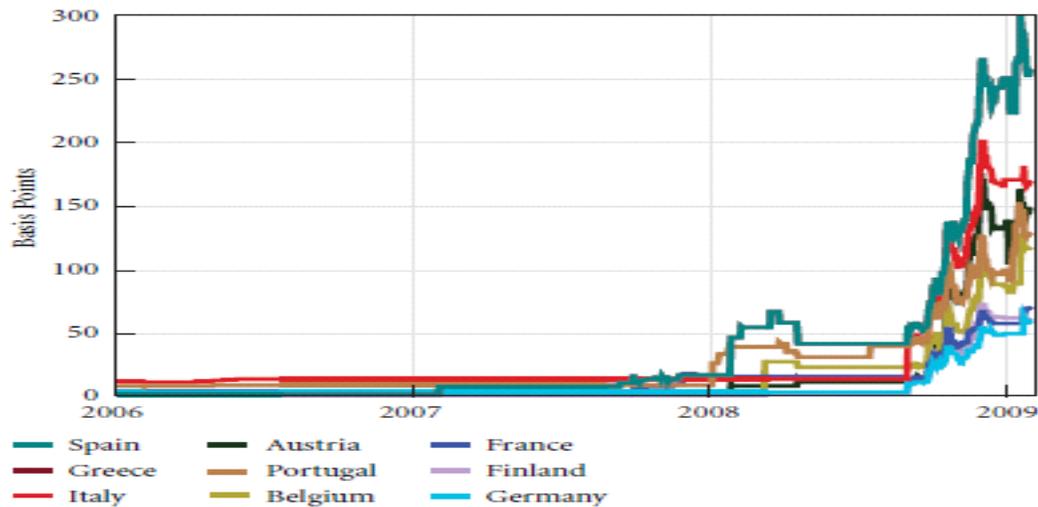
Fonte: Extraído de Kelton e Wray (2009, p.12)

Quanto o assunto é a dívida pública o cenário também é agravado pela crise. Os papéis de *credit default swaps* (CDS), que são contratos que significam a cobertura de risco de crédito (como se fossem um seguro contra inadimplência de títulos) apresentaram aumentos alarmantes. Eles são considerados outro indicador de risco país. Em 2006, tínhamos pontos base em torno de zero, no caso dos títulos da dívida pública espanhola, três anos depois, esse mesmo títulos estava em 300 pontos base e os títulos do tesouro italiano estavam em 200. Assim o aumento nos preços dos CDS representam o medo dos investidores do não pagamento das dívidas pelos países.

Porém, Kelton e Wray (2009, p. 9, 10 e 11) descrevem os CDS como mera aposta especulativa sobre a possibilidade de *default* e garantem que não havia risco de inadimplência. Na verdade o movimento do preço dos títulos e dos CDSs, foram fortemente resultantes de movimentos especulativos. Embora nenhuma nação do euro tenha um elevado *déficit* como é comumente observado em nações soberanas independentes, as nações europeias enfrenta restrições “impostas pelo mercado” sobre o seu endividamento

porque os seus países não são soberanos. E como é demonstrado pela figura 13, o mercado identifica riscos diferentes nos países europeus, mesmo eles apresentando dívidas similares.

**Figura 13: Preço em Euro do CDS para 5 anos da Dívida Pública dos Países Europeus em 2006 – 2009 (em pontos bases)**



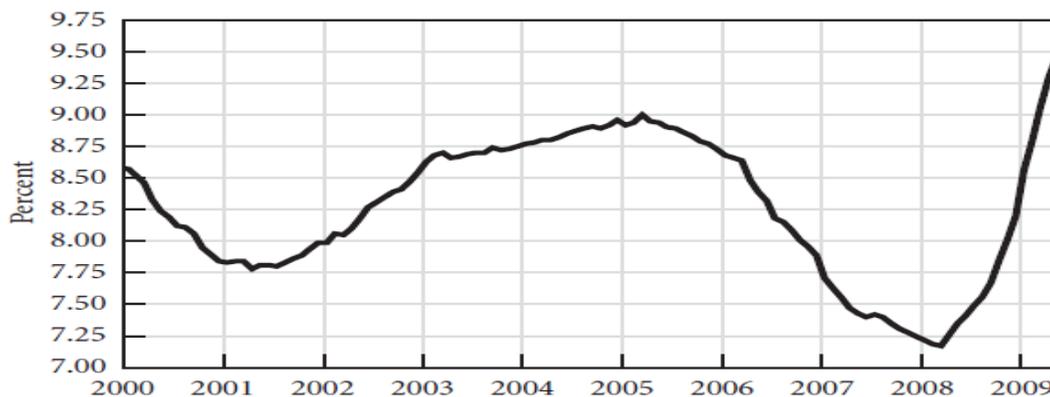
Fonte: Extraído de Kelton e Wray (2009, p.11)

Dessa forma, vemos a rápida deterioração das condições do risco país ao longo de 2009 e o fato de que as condições de novo endividamento público piorara rapidamente para os governos dos PIIGS, em grande parte por fatores especulativos.

Paralelamente, Kelton e Wray (2009, p.4 e 5), destacam que a zona europeia entrou em forte dificuldade rapidamente devido à queda das exportações e um resposta fiscal mais “fraca”. Que é resultado do fato do euro não pertencer a um país soberano individual, dificultando a elaboração de “uma política fiscal sustancial”.

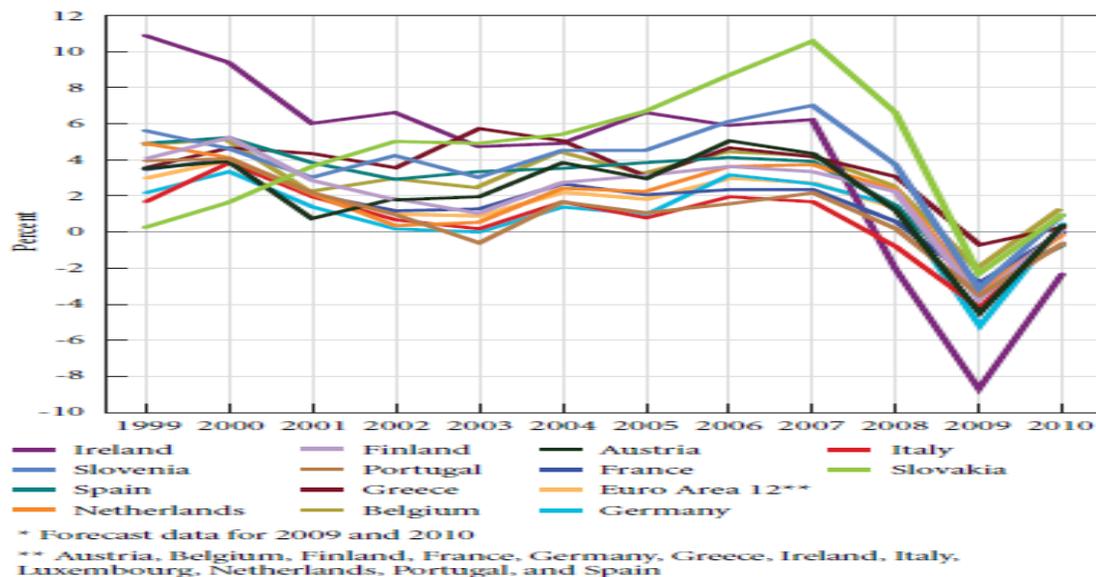
Como evidenciado pelos indicadores abaixo, o cenário europeu deteriorou-se rapidamente. A taxa de desemprego europeia que estava em torno de 7% em 2008, chegou a casa dos 9% no ano seguinte. E o PIB real da região simplesmente despencou, a economia espanhola, por exemplo, em 2008 cresceu 7% e em 2009, esse apresentou decréscimo de 3%. A Irlanda saiu de 6% para -8%.

**Figura 14: Taxa de Desemprego na Zona Europeia entre 2000 – 2009 (%)**



Fonte: Extraído de Kelton e Wray (2009, p.9)

**Figura 15: PIB Real na Zona Europeia entre 1999 – 2010 (%)**



Fonte: Extraído de Kelton e Wray (2009, p.9)

Nessa situação o Banco Central Europeu é chamado a influir no mercado de títulos públicos, facilitando a sua negociação para que seus preços não caíssem. No entanto, o Banco Central Europeu recusa essa “ajuda”, influenciado pela posição da Alemanha.

Ao longo de 2009 o que observou-se foi um contínuo movimento de queda de notas dos PIIGS e de piora do risco país dos PIIGS, como mostrado pela figura 13.

Ou seja; fatores financeiros rapidamente deterioraram as condições da dívida pública dos países periféricos da zona do euro.

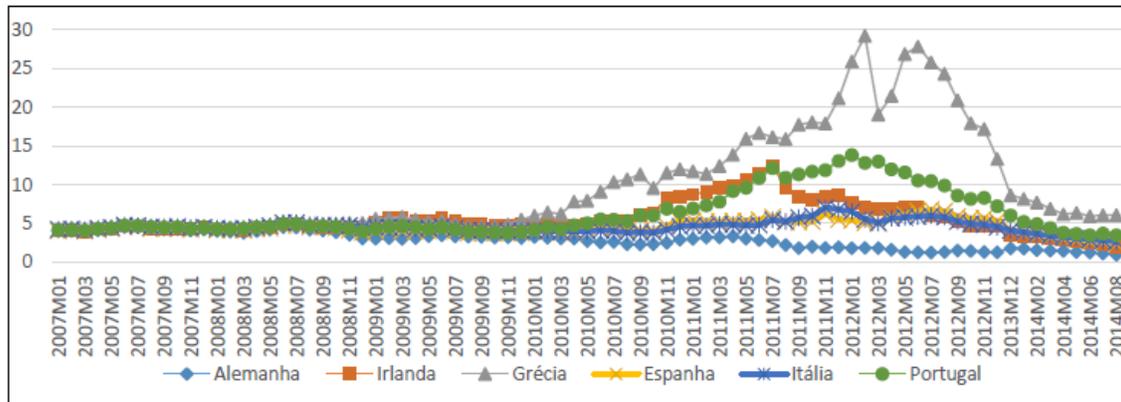
Paralelamente, os bancos europeus continuaram sofrendo com o processo, mesmo após a ajuda inicial de seus governos. Eles eram grandes compradores dos títulos públicos e principais credores dos governos dos países em dificuldade.

De fato, os bancos possuíam uma elevada quantidade de títulos soberanos em seus portfólios, mesmo que os títulos fossem devidamente pagos, a desconfiança diminuía os colaterais de qualidade dos bancos, prejudicando a sua alavancagem. A suspeita diante dos títulos públicos era agravada pela impossibilidade de atuação do BCE no mercado em caso de colapso.

Desse modo, a solução foi diminuir os investimentos nos títulos públicos dos PIIGS. A nova opção eram os títulos alemães, amplamente considerados como o mais confiável da Europa. Segundo informações do *Bruegel Database*, utilizados por Bliskstad, N. e Oliveira, G (2016, p.10), no anos 2000, 36% dos títulos públicos europeus nas mãos de não residentes eram alemães, em 2008 era 52%, e em 2012 era 60%. Em contrapartida, para os títulos espanhóis, em 2000 era de 43% e em 2012 de 33%.

A figura 16 nos mostra de novo os dados do risco país, mas agora destacando os dados após 2010. Observa-se o aumento do rendimento desses títulos a partir de 2009, mas continuando por esse novo gráfico é possível observar o aumento especulativo que observa-se a partir de então até 2011. Os valores disparam. O caso mais marcante foi o grego, que sextuplica o rendimento dos seus títulos públicos, que passa de 5% para 30%.

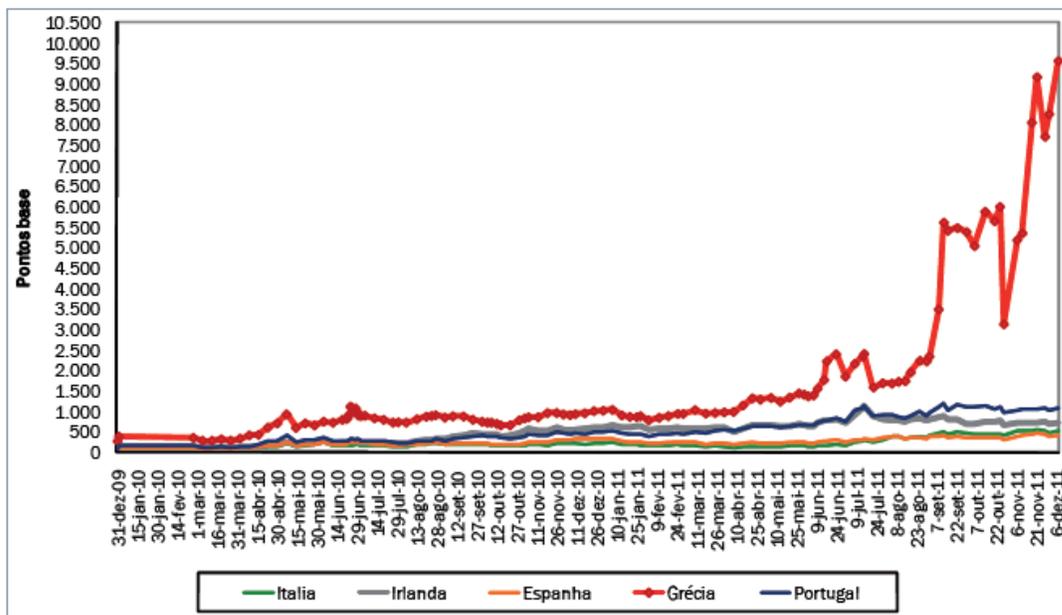
**Figura 16: Rendimento dos Títulos Públicos de Longo Prazo (10 anos) dos PIIGS e Alemanha em % a.a entre 2007 – 2013**



Fonte: Extraído de Bliskstad, N. e Oliveira, G. (2016, p.9)

Os dados de CDS abaixo também explicitam o caráter especulativo da expansão. É possível observar que o CDS dos títulos públicos gregos sai de 300 pontos em 2009 e chega a 9.500 pontos em 2009. Os CDS ligados aos títulos de governo dos demais países dos PIIGS ficam entre 500 e 1000 pontos, o que já é expressivo, visto que partem de 0 pontos antes do estopar da crise.

**Figura 17: Prêmio dos CDS (*Credit Default Swap*)**



Fonte: Extraído de Freitas (2011, p.31)

Outra comprovação da desconfiança aos PIIGS é retratada pelos *Prime Money Market Funds* (PMMF) – Fundo do Mercado Monetário, que representa um fundo mútuo aberto focado em investimentos de curto prazo, como títulos públicos. O PMMF é uma das principais formas de aplicação financeira por parte dos bancos. Entre maio de 2011 e janeiro de 2012, o percentual investido nos títulos soberanos caiu de 30% para 10% (BLINKSTAD & OLIVEIRA, 2016, p.12).

Com esse histórico temos então que a crise dos títulos soberanos do PIIGS teve início em 2009, aprofundando-se a partir de 2010 (BLINKSTAD & OLIVEIRA, 2016)

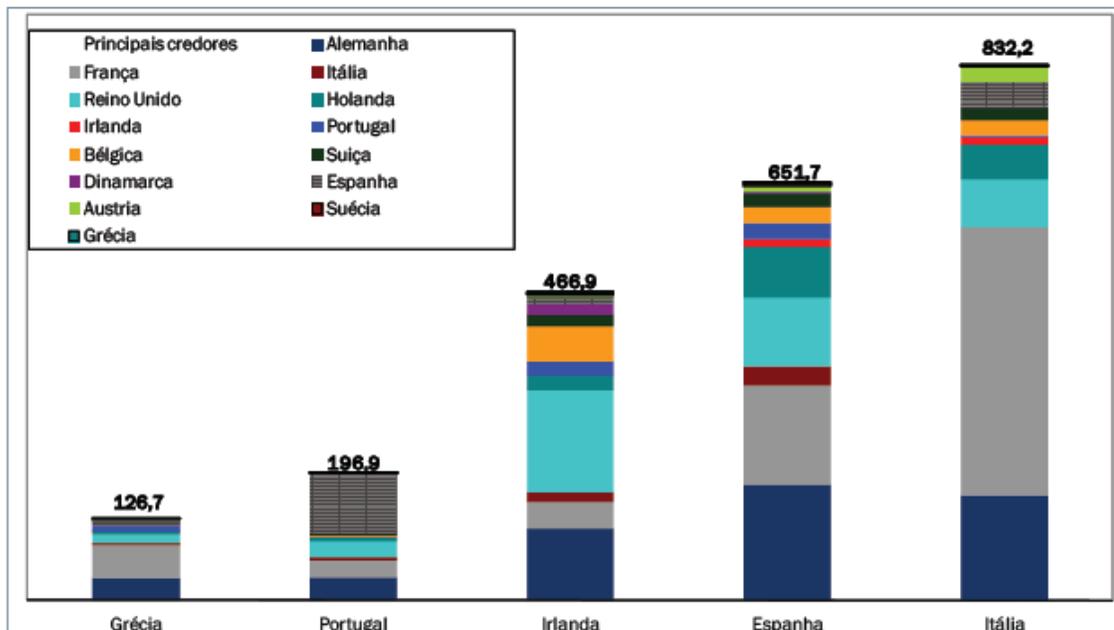
O que se observa é que a impossibilidade dos bancos centrais nacionais interferirem na dinâmica da crise em virtude dos limites regulatórios impostos pela institucionalidade europeia permitiu que a crise de liquidez se instaurasse e se expandisse para outros mercados. O medo que os pagamentos dos títulos públicos não fossem honrados, afastou os investidores e fez reduzir o preço dos papéis, conforme comentado acima, sendo que os governos dos países tiveram que elevar seus juros pagos. De modo geral, os títulos soberanos são considerados investimentos seguros, são muitas vezes usados como garantias de empréstimos e diminuem as exigências de reservas pelas autoridades, porém quando são de qualidade duvidosa promovem a instabilidade financeira.

#### **4.4 - Bancos europeus e bancos dos PIIGS – as dificuldades permanecendo ao longo de 2010 e 2011**

Note-se que os bancos europeus, em geral, eram grandes compradores de títulos da dívida pública da região e que, como visto reduziram sua exposição nesses títulos.

Freitas (2016, p.33) destacou a alta conexão entre os países e os investidores. Segundo o BIS, mais de €8 trilhões (em junho de 2011) estão envolvidos na chamada exposição cruzada. De acordo com a figura 18 é possível notar a diversidade de credores de cada país. A desvalorização dos títulos públicos da Espanha, por exemplo, atingiria bancos gregos, franceses, ingleses, holandeses, alemães, entre outros. A possibilidade de uma crise sistêmica sempre foi uma interpretação realista graças a elevada conexão entre os investidores de cada país.

**Figura 18: Exposição dos Bancos Europeus à Dívida Privada e Pública até Junho de 2011 em US\$ Bilhões**



Fonte: Extraído de Freitas (2011, p.32).

No entanto, os bancos dos países dos PIIGs continuaram apresentando dificuldades. De fato, eles passaram a enfrentar crescentes dificuldades de captação nos mercados financeiros internacionais em razão da elevação do risco da contraparte. Dessa forma, as instituições financeiras americanas reduziram os empréstimos de curto prazo para bancos europeus, especialmente os da Grécia, Espanha e Itália. Assim, além dos ataques de queda das notas de risco soberano, contribuíram para a forte desvalorização do euro, em relação à moeda americana, nos primeiros meses de 2010, os movimentos de realocação de portfólio dos bancos e administradores de recursos dos EUA, os quais diminuíram as aplicações na Europa, com repercussão nos diversos mercados de dívida, pública e privada.

Os bancos dos países periféricos da zona do euro tiveram dificuldade de obter recursos, inclusive no mercado interbancário europeu o que ocasionou, em 2010, um empocamento da liquidez similar ao que havia ocorrido em 2008/2009 (FREITAS, 2016, p.28). Em consequência, alguns dos bancos passaram a depender crescentemente do refinanciamento do BCE – prestador de última instância.

#### **4.5 - A demora da atuação do banco central europeu**

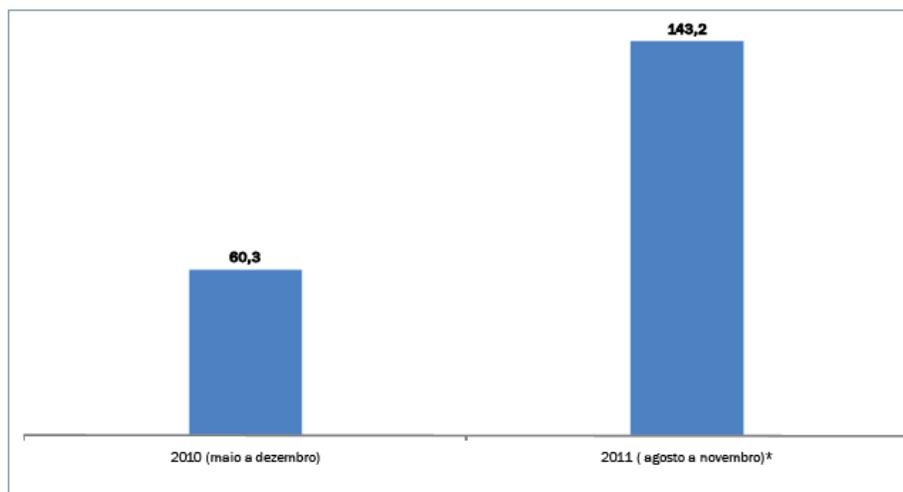
No início de maio de 2010, depois de demoradas negociações, foi fechado um acordo, com participação do Fundo Monetário Internacional (FMI), para a criação de uma rede de segurança para a defesa do euro e para as economias fragilizadas. Além do pacote de suporte financeiro e da criação temporária do Fundo Europeu de Estabilização Financeira (EFSF), também observou-se que o BCE, inicialmente reticente, concordou em participar do plano, comprando títulos soberanos em poder dos bancos em suas operações de mercado aberto.

Apenas no início de agosto 2011, com o aprofundamento da crise e o contágio da Espanha e da Itália, o banco central retomou e ampliou o programa de compra de bônus soberanos no mercado secundário.

Então, o que destaca-se nesse processo é a demora de o Banco Central Europeu em intervir no processo do aumento especulativo dos rendimentos dos títulos públicos da zona do euro e de intervir na ajuda e negociação de soluções para os bancos da região periférica europeia em dificuldades.

Como já dito, a institucionalidade da zona do euro juntamente com seus objetivos atrapalha as ações de combate a crise. A preferência pela estabilidade de preço é oposta a estabilidade financeira.

A interferência do Banco Central Europeu ocorreu no final 2008, mas só voltou a ocorrer de novo no segundo semestre de 2011 e primeiro semestre de 2012. Pela figura 19, vemos que em 2010, o BCE gastou 60,3 € bilhões na compra de títulos soberanos e em 4 meses em 2011 mais 143,2 € bilhões. O BCE adquiriu até novembro de 2011, mais de €200 bilhões na compra de títulos soberanos em poder dos bancos (FREITAS, 2011, p.29).

**Figura 19: Compras de Títulos Soberanos pelo BCE (€ bilhões)**

Fonte: Extraído de Freitas (2011, p.29)

No final do ano de 2011 e em 2012. Novas medidas foram implementadas. Segundo Bliskstad e Oliveira (2016, p.14-15), o Eurosistema liberou um *funding* em dólares mediante acordos de *swaps* com o FED. O BCE e o FED atuaram de forma conjunta devido a dependência dos bancos europeus com os fundos dos EUA.

E, afrouxou algumas regulamentações, como o aumento do número de ativos que poderiam ser utilizados como colateral em uma operação. No mesmo sentido também foi essencial o relaxamento dos critérios de garantia do BCE em relação aos títulos públicos dos países em crise.

Por último, mas não menos importante, o eurosistema expandiu o seu balanço. Foram realizadas operações de refinanciamento nas operações de mercado aberto (*repos*) e *covered bonds*. Essa última foi a compra de títulos públicos do PIIGS no mercado secundário.

Em 2012, um novo programa de compra dos títulos soberanos foi colocada em prática (*Outright Monetary Transaction – OMT*) via operações compromissadas. Quanto as operações de refinanciamento de longo prazo foi disponibilizado via empréstimos mais de 1 trilhão de euros para cerca de 500 bancos europeus. Essa medida teve efeitos limitantes em termos de concessão de crédito, afinal foi massivamente utilizada para refazer suas posições. O principal objetivo da medida era minimizar o descasamento de prazos entre ativo e passivo.

Os bancos centrais receberam crédito pela *emergency liquidity assistance* (ELA), na qual os bancos centrais estavam autorizados a ceder recursos as instituições que

apresentassem problemas de liquidez. Diversos pacotes de resgates financeiros (via empréstimos) foram cedidos com o propósito de manter a estabilidade financeira, alguns exemplos, o *European Financial Stability Facility* (EFSF), *European Financial Stabilization Mechanism* (ESM). Essa última operação foi essencial para manter a estabilidade nos países europeus, devido a impossibilidade dos países em emitirem sua própria moeda (Bliskstad, N. e Oliveira, G., 2016, 16-18).

## Conclusões

Pode-se perceber que o mercado financeiro atua buscando “falhas” regulatórias. Tal movimento é percebido desde década de 1960 e no último dêcenio é representado pela alienação fiduciária e o processo de re-securitização. As modificações sofridas pela sistema financeiro também focalizaram as suas operações para o curto prazo e promoveram o surgimento de bancos-sombra que oferecem passivos semelhantes a depósitos, mas sem a proteção do FDIC. Dentro do contexto de transformações, o Estado norte-americano também tem o seu protagonismo ao favorecem em termos regulatórios e financeiramente essas modificações. As metas de taxas de juros *overnight* muito baixas do FED (até 2004) tornaram o financiamento de curto prazo vantajoso em relação ao financiamento de longo prazo. Em conjunto, as políticas da empresa patrocinadas pelo governo incentivaram as financiadoras a aumentarem seus empréstimos a níveis menores de exigência.

O crescimento dos preços imobiliários estimulava o aumento do risco no mercado, seja por parte do mutuário e pelas fornecedoras de crédito – que relaxavam os pré-requisitos para a concessão de crédito – além dos juros baixos e atraentes para taxas flutuantes. A possibilidade de securitizar os créditos hipotecários, incluindo, os de alto risco, principalmente por meio da re-securitização, promoveu a alavancagem dos bancos e aqueceu, ainda mais, o mercado hipotecário.

Os bancos-sombra, que proliferaram diversas inovações, também enfrentaram a crise e passaram pelo processo de falência, juntamente com seguradoras, bancos hipotecários, bancos de investimento, fundos de investimento, *hedge funds*, e outros. É bom lembra que o que atingiu os MMMFs foram as consequência da crise, esses eram compradores dos *commercial papers* emitidos pelas instituições financeiras (como: bancos comerciais e de

investimento, financiadoras) e não estavam diretamente relacionados com investimentos no setor. A maioria das grandes instituições financeiras apresentaram problemas de insolvência por estarem envolvidas com o empréstimos hipotecários, a compra dos títulos hipotecários e o seguro dessas.

Na Europa, diante da crise, a opção escolhida pelo BCE para evitar a expansão da mesma foi explorar a compra de títulos no mercado secundário. Medida de efeitos limitados, já que a estrutura rígida e de pouca autonomia nacional não permitiu a criação de medidas anticíclicas por parte dos países individualmente. Algo essencial pois os investidores enxergavam riscos distintos em cada países, assim, políticas monetárias e cambiais homogêneas não foram efetivas em retirar a desconfiança dos investidores. A demora das autoridades europeias em agir agravou a crise, porém tal demora é explicada pelo foco na estabilidade de preços, que com o tempo provou-se ser oposta da estabilidade financeira. Como o BCE é a única instituição com permissão para emitir euro, sua atuação foi importantíssima para promover a liquidez.

Os países europeus ao tentarem “socorrer” aos bancos terminam endividando-se. O que provoca o medo da moratória e as reduções nas notas dos títulos soberanos pelas agências de *rating*. A atuação dos governos provocou um movimento duplo: por um lado, ajudou instituições endividadas, mas pelo outro, prejudicou o balanço de outras instituições, os bancos eram proprietários de boa parte dos títulos públicos, então, o rebaixamento desses papéis mesmo com altas remunerações, atrapalhava consideravelmente a sua captação de recursos, incluindo com outros bancos.

O endividamento de parte da Europa, especialmente da Espanha e Irlanda é explicado pela tentativa do Estado em salvar os bancos e manter a economia aquecida. A visão de que o endividamento público europeu é fruto de irresponsabilidade fiscal é, na maioria dos casos, desproporcional.

## Referências Bibliográficas

<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/en/classificacao-de-risco-faq>

BADER, F.L. Derivativos de crédito – uma introdução. Notas técnicas do Banco Central do Brasil, n.20, p.1-25, 2002.

BASTOS, C.P e Texeira, L. Política econômica em tempos de crise: a reação do governo norte-americano à crise do *subprime*. Revista de Economia Política, v.2, p.1-20, 2015.

Bliskstad, N. e Oliveira, G. A instabilidade financeira na zona do euro e a crise dos PIIGS (2008-2013): uma abordagem minskiana. p.1-20. 2016.

CARVALHO, F. *et al.* Economia Monetária e Financeira. v.3, p.346-361, 2015.

CHICK, V. A evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, do investimento e do juros. p. 10 -23, 1994.

CORRÊA, V.P. A estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo ao investimento. Tese de doutorado, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, p. 1-86, 1996.

CORRÊA, V.P. As principais modificações do mercado internacional de capitais do pós guerra aos anos 80.

CORRÊA, V.P. Inovações financeiras e securitização de recebíveis: a base da crise de *subprime* dos EUA. 2009.

DEOS e RAMOS. Os bancos *too big to fail* nos Estados Unidos e a nova regulação: uma crítica a partir de minsky. p.2-19. 2016.

FARHI, M. Crise financeira e reformas da supervisão e regulação. Texto para discussão IPEA, p.1 – 23, 2011.

FARHI, M e CINTRA. A arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo. Revista de Economia Política, v.29, n.3, p.274-294, 2009.

FARHI, M e CINTRA. A crise financeira e o *global shadow banking system*. Centro Brasileiro de Análise e Planejamento, n.82, p.1-25, 2008.

FERGUSON. A ascensão do dinheiro: a história financeira do mundo. 2008, p.253.

FREITAS, M.C. A crise na área do euro. FUNDAP. p.21-39. 2011.

TORRES, E. E BORÇA Jr. Analisando a crise do *Subprime*. p.130-159, 2008.

KELTON, S e WRAY, R. *Can euroland survive?. Levy Economics Institute*, p. 1 -19, 2009.

MATTOS, O.M. Bancos, “shadow banks” e moeda endógena: desafios à política monetária do federal reserve no século XXI. Tese de doutorado, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, p. 1-169, 2015.

MINSKY, H. Estabilizando uma economia instável, p.75-104; 245-338, 2013.

MINSKY, H. *Securitization. The Levy Economics Institute of Bard College*. p.2-7. 2008.

Risco País. Série “Perguntas Mais Frequentes”. Banco Central do Brasil. 03/2016. P.6-18.

OLIVEIRA, F. Política econômica, estagnação e crise mundial: Brasil, 1980-2010, p.307-342, 2012.

TORRES, E e BORÇA JR., G. Analisando a crise do subprime. Revista do BNDES, v.15, N.30, p.129-159, 2008.

WRAY, R. *Global financial crisis: a minskyan interpretation of the causes, the Fed’s bailout, and the future*. Levy Economics Institute, p.1-30, 2012.

WRAY, R. *Financial markets meltdown: what can we learn from minsky?. The Levy Economics Institute of Bard College*. p.5-52, 2008.

WRAY, R. *Minsky on banking: early work on endogenous money and the prudent banker*. Levy Economics Institute of Bard College. p.1-27. 2015.