

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA**  
**Instituto de Economia e Relações Internacionais**

Giovanna Borges Bortotto

**Inovações financeiras e crise:**  
O capital fictício e seus desdobramentos

Uberlândia

2018

GIOVANNA BORGES BORTOTTO

**INOVAÇÕES FINANCEIRAS E CRISE:**

O capital fictício e seus desdobramentos

Monografia apresentada no Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia como requisito básico para a obtenção do grau de Bacharel em Relações Internacionais, sob orientação da Profa. Dra. Marisa Silva Amaral

Uberlândia

2018

**Inovações financeiras e crise: o capital fictício e seus desdobramentos**

Giovanna Borges Bortotto

Uberlândia, 21 de dezembro de 2018

**BANCA EXAMINADORA**

---

Marisa Silva Amaral  
(Orientadora – IERI – UFU)

---

Marcelo Sartorio Loural  
(IERI – UFU)

---

Pedro Henrique Evangelista Duarte  
(IERI – UFU)

## AGRADECIMENTOS

*“A alegria não chega apenas no encontro do achado, mas faz parte do processo da busca. E ensinar e aprender não pode dar-se fora da procura, fora da boniteza e da alegria.” (Paulo Freire)*

Este trabalho, indiretamente, foi escrito a muitas mãos. Não existem palavras que traduzem o sentimento de gratidão às muitas pessoas que me acompanharam nesta trajetória, seja no ingresso na Universidade Federal de Uberlândia, seja no processo de escrita e conclusão deste trabalho. Aos meus pais, Silvia e Paulo, que são as bases de quem sou, que me mostraram a beleza do saber e que me proporcionaram tudo o que hoje tenho. Ao meu irmão, Guilherme, que é meu reduto de amor e paz, se orgulhando das minhas conquistas tanto quanto me orgulho das dele. A vocês fico em dívida eterna por terem me garantido carinho e força, mesmo que de longe. O apoio que me deram e ainda me dão é o elemento essencial deste trabalho, sem vocês, eu nada seria!

Agradeço também as pessoas incríveis que pude conhecer em Uberlândia, e que considero minha segunda família: Gustavo, meu maior presente mineiro, que esteve comigo nas alegrias das vitórias e também nas noites de angústia. Você foi meu porto seguro neste desafiador caminho acadêmico, meu conforto e paz, meu maior leitor e revisor, meu ponto de equilíbrio hoje e sempre, seja onde for. A meus amigos, que me deram forças para continuar, críticas para que crescesse e afeto para prosseguir: Rafael, Giovanna, Lucas, Brunno. A meus colegas de pesquisa, Caio e Vinícius, que me alentaram e inspiraram. A meus grandes companheiros revolucionários, militantes que me dão rumos para um horizonte mais justo e igualitário, Marcelo, Júlio, Vanessa, Frederico, Iolanda, Vilmar, Fernanda, Bianca, Rafael, Alexander, Maria Luísa, Lucas, Marina, Érica, Isabela. Agradeço também meus amigos de SP, Maria Emília, Marília, Matheus e Ana, por sempre me trazerem alegria e segurança.

Finalmente, agradeço os docentes do Instituto de Economia e Relações Internacionais, que foram meus alicerces acadêmicos e construtores de meu senso crítico, além de ombros amigos e conselheiros. Agradeço especialmente os professores Filipe Mendonça, Niemeyer Almeida Filho, Vanessa Petrelli, José Rubens Garlipp, Pedro Henrique Cícero e Pedro Henrique Duarte. À minha orientadora, referência enquanto mulher pesquisadora, Marisa Amaral, que ilustrou o complexo trabalho de lecionar, orientar e palestrar sem nunca perder o sorriso, a leveza e o carinho para com seus discentes e orientandos. Agradeço as correções, discussões, ao apoio incondicional!

*“Desconfiai do mais trivial, na aparência  
singelo.*

*E examinai, sobretudo, o que parece habitual.*

*Suplicamos expressamente: não aceiteis o que é  
de hábito como coisa natural, pois em tempo de  
desordem sangrenta, de confusão organizada, de  
arbitrariedade consciente, de humanidade  
desumanizada, nada deve parecer natural nada  
deve parecer impossível de mudar.”*

(Bertolt Bretch)

## RESUMO

A acumulação crescente e ininterrupta de riqueza material é premissa básica para que se dê a perpetuação do Sistema Capitalista e de seus mercados, trazendo consigo inúmeras particularidades que foram – e ainda são – amplamente exploradas por diversos autores, dentre eles, a referência prima deste trabalho, Karl Marx, mais particularmente em sua obra econômica de maior fôlego, *O Capital*. Etapas distintas do capitalismo se configuram através de processos históricos e, na contemporaneidade, faz-se ampla defesa de que, a partir dos anos 1970, a economia mundial haveria ingressado numa nova fase, de forte exacerbação do mundo das finanças e da acumulação por via financeira. A partir da quebra do sistema de Bretton Woods, uma profunda crise na década de 1970, ascensão de governos neoliberais e a geração de diversas inovações financeiras, o capitalismo passa por transformações que configuram uma nova fase. A fase que se adentra é de exacerbação da lógica da finança, da especulação financeira, de engenharias financeiras que criam capital fictício como forma de acumulação. Desta forma, analisando o surgimento de novos termos de funcionamento do capitalismo, vê-se a necessidade de interpretar esta realidade. Tratando da categoria marxista do “capital fictício”, busca-se analisar os movimentos do capitalismo financeirizado e as inúmeras inovações financeiras que vão surgindo através das décadas de 1960, 1970, 1980, 1990 e nos anos 2000. Finaliza-se o trabalho trazendo maior enfoque para a Crise financeira dos títulos hipotecários gestada nos Estados Unidos a partir de 2007-2008, buscando as contradições e instabilidades produzidas pela lógica da acumulação financeira.

**PALAVRAS-CHAVE:** capital fictício, capitalismo contemporâneo, financeirização, crises financeiras, crise de 2008.

## ABSTRACT

The growing and ongoing accumulation of material wealth is a basic premise for the perpetuation of the capitalist system and its markets, bringing with it numerous particularities that have been – and still are – extensively explored by numerous authors, among them, the main reference to this work, Karl Marx, more particularly in his greatest economic work, *The Capital*. Different stages of capitalism are shaped by historical processes and, at the present time, it is widely argued that, from the 1970s, the world economy would have entered a new phase, with the recrudescence of the world of finance and financial accumulation. As of the collapse of the Bretton Woods system, a deep crisis at the 1970s, the rise of neoliberal governments and the setting up of various financial innovations, capitalism undergoes transformations that constitute a new phase. This phase being one of exacerbation of the logic of finance, financial speculation and financial engineering that creates fictitious capital as a form of capital accumulation. Thus, analyzing the emergence of new terms of capitalism operation, there is a need to interpret this reality. Focusing on the Marxist category of “fictitious capital”, our aim is to analyse the movements of financial capitalism and the countless financial innovations that have emerged through the 1960s, 1970s, 1980s, 1990s and the 2000s. Finally, focusing on the financial Crisis of mortgage bonds, gestated in the United States from 2007-2008, we seek the contradictions and instabilities produced by the logic of financial accumulation.

**Keywords:** fictitious capital, contemporary capitalism, financialization, financial crisis, 2008 subprime crisis.

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Empréstimos de hipotecas nos Estados Unidos, 2001-2006 (\$bi) .....	36
Tabela 2 – Credit default swaps, valor nocional pendente, em (\$bi) .....	40
Tabela 3 - Poupanças pessoais, EUA, 2000-7 .....	43
Tabela 4 - Taxa de juros diretora de FED-Funds (2000-7) .....	44
Tabela 5 – Perdas anunciadas com a crise do subprime (em US\$ bilhões).....	48
Tabela 6 – Perdas em securities (em bilhões de dólares, estimativa do Banco da Inglaterra) .....	52



## LISTA DE FIGURAS

<b>Figura 1 - Esquema Estilizado de Securitização dos Créditos Subprime .....</b>	<b>37</b>
---	-----------

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1 – Evolução das Novas Emissões de CDO (2000-2007)</b> .....	39
<b>Gráfico 2 - Venda de imóveis nos EUA (1999-2008) – dados trimestrais anualizados até Agosto de 2008</b> .....	46
<b>Gráfico 3 - Ajuda ao setor financeiro pelo Federal Reserve (em bilhões de dólares)</b> .....	49
<b>Gráfico 4 – Ativos e exigíveis do Federal Reserve (bilhões de dólares, por semana)</b> .....	51

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	12
<b>CAPÍTULO 1: CAPITAL FICTÍCIO E A TEORIA DO VALOR EM MARX</b> .....	14
1.1. Valor e capital em Marx .....	15
1.2. O capital fictício.....	17
<b>CAPÍTULO 2: CRISES E INOVAÇÕES FINANCEIRAS</b> .....	22
2.1. Configuração econômica internacional no pós-Guerra e a Conferência de Bretton Woods .....	22
2.2. Inovações financeiras das décadas de 1960, 1970, 1980 e 1990 .....	26
<b>CAPÍTULO 3: FINANCEIRIZAÇÃO DO CAPITALISMO E A CRISE FINANCEIRA DE 2008</b> .....	34
3.1. Novos mecanismos financeiros e a formação da crise de 2008 .....	35
3.2. O estouro da crise e abalos no sistema financeiro mundial .....	43
3.3. Regulação como prevenção de novas crises? .....	52
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	56
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	59

## INTRODUÇÃO

O intenso ascenso das formas financeiras de acumulação e apropriação de capital nas décadas de 1980 e 1990 é um fato histórico que deve ser analisado como desdobramento do desenvolvimento capitalista em seu incessante movimento de engendramento e superação de crises. Compreendendo o processo histórico onde cingem etapas distintas do capitalismo global, pode-se ver na contemporaneidade um movimento de “mundialização do capital”, bem como de “mundialização financeira”, como em Chesnais (1998). Este movimento envolve o estreitamento das relações econômicas entre os países do globo, entre seus mercados financeiros e sistemas monetários, logrado a partir de medidas políticas e econômicas de desregulamentação e liberalização.

Faz-se ampla defesa de que, a partir dos anos 1970, a economia mundial havia ingressado numa nova fase. A esta fase do capitalismo pode-se dar o nome de fase *financeirizada*, a qual inclui a exacerbação da lógica da finança, dando origem a um espaço financeiro mundial. Origina-se, portanto, o termo analítico “financeirização”, dado para que se compreendam as modificações das relações econômicas globais contemporâneas que têm como maior expressão a dominância financeira.

Esta fase financeirizada tem sua origem na crise global do final dos anos 1960 e início dos anos 1970. Como em todas as crises capitalistas, o próprio capital encontra as formas de superação de sua incapacidade momentânea de acumular. No caso da crise dos anos 1970, o mesmo se passa: na tentativa de garantir a sustentação do poder estadunidense sobre os movimentos financeiros mundiais, criam-se um novo padrão monetário internacional (o padrão dólar puro) e uma série de inovações financeiras que ampliam progressivamente a natureza especulativa e fictícia da riqueza, bem como o potencial de instabilidade do sistema. Estes são elementos imprescindíveis para que seja possível analisar o processo de financeirização e seus desdobramentos, como a intensificação de crises de caráter financeiro, dando especial ênfase neste trabalho à crise dos títulos hipotecários norte-americanos de 2008.

Neste sentido, fazendo uma leitura crítica acerca da atual fase neoliberal do capitalismo, do processo de financeirização e do advento da crise germinada no mercado de títulos hipotecários dos Estados Unidos em 2008, e utilizando como referencial a discussão conceitual de Marx, principalmente no livro III d’*O Capital*, busca-se analisar os mecanismos e processos de acumulação fictícia presentes no capitalismo contemporâneo. Acredita-se que tais mecanismos e processos estão diretamente expressos pela categoria “capital fictício”

advinda da obra de Marx, cuja exacerbação é a principal responsável pela iminência de bolhas especulativas, o que redundará em crises de caráter financeiro quando estas explodirem, tendo, assim, impacto real sobre as diversas economias envolvidas neste processo.

A leitura sobre a crise financeira pretende elucidar questões como a expansão da bolha especulativa, os mecanismos financeiros que se desdobram num verdadeiro castelo de cartas e os atores envolvidos tanto no processo de formação quanto salvação da crise financeira. Objetivou-se trazer dados no formato de gráficos e tabelas para desvendar algumas das inquietações trabalhadas no decorrer deste trabalho. Ao final do capítulo referente à mais recente crise do capitalismo global, buscou-se levantar alguns desdobramentos e inquietações, tratando-se apenas de uma análise superficial, vista a extensão da temática aqui apresentada.

Nesta linha, o presente trabalho mobiliza autores e teorias em três frentes principais: o trabalho conceitual de Karl Marx (1986a; 1986b; 2013), através da crítica da Economia Política n’*O Capital*, e seus intérpretes dedicados a debater a categoria capital fictício; o tratamento à economia internacional relacionada às finanças na contemporaneidade, partindo de Chesnais (1996; 1998; 2003; 2005; 2010), Duménil e Lévy (2003; 2010; 2014), Lapavistas (2009a e b; 2011; 2013a e b), dentre outros autores de igual importância; e análise de material teórico e empírico acerca da crise financeira das hipotecas *subprime*, na tentativa de elencar suas causas, seu estouro e algumas de suas consequências. As frentes de pesquisa se interseccionam e se completam, na medida em que a categoria “capital fictício” de Marx é utilizada na compreensão da acumulação hodierna por autores contemporâneos, inclusive no caso específico da crise financeira de 2008, significando parte do que o atual trabalho se propõe a recuperar e averiguar.

## CAPÍTULO 1: CAPITAL FICTÍCIO E A TEORIA DO VALOR EM MARX

Para que seja possível observar e explicar de forma detalhada os movimentos do capitalismo contemporâneo e suas tendências voltadas à exacerbação da lógica de acumulação fictícia, devemos nos debruçar sobre o significado da categoria “capital fictício”, que alcança um alto nível de abstração, refletindo uma tendência própria do sistema rumo a formas mais autonomizadas e potencializadas de valorização.<sup>1</sup> Marx, durante o terceiro livro de *O Capital*, não nos dá uma definição exata e acabada do que seria o capital fictício. Paulani (2009) traz alguns *insights* desta conceituação:

Marx chama de capital fictício tudo aquilo que não é, nunca foi, nem será capital, mas que funciona como tal. Trata-se, em geral, de títulos de propriedade sobre direitos, direitos de valorização futura no caso das ações, de renda de juros a partir de valorização futura, no caso de títulos de dívida privados, e de recursos oriundos de tributação futura, no caso de títulos públicos. Em todos esses casos, a valorização verdadeira dessa riqueza fictícia depende da efetivação de processos de valorização produtiva e extração de mais-valia; em outras palavras, da contínua produção de excedente e da alocação de parte desse excedente para valorizar o capital fictício. (PAULANI, 2009, p. 28)

A grande questão é que, uma vez que “funciona como capital”, o capital fictício o é, mesmo que, como propõe Paulani (2008), não seja (!). Utilizando uma abordagem dialética, Carcanholo e Sabadini (2009) nos mostram com clareza esta contradição, apontando que o capital fictício se mostra como possuidor de duas facetas opostas reunidas numa só manifestação: é, ao mesmo tempo, real e ilusório, quando analisado, respectivamente, a partir de uma perspectiva individual e da totalidade.

Para que se tenha uma compreensão mais aguçada do conceito e também das bases teóricas utilizadas neste trabalho, torna-se relevante o estudo da teoria marxista do valor, já que esta representa o núcleo de sua construção teórica. Na teoria do valor de Marx estão imbricadas, por exemplo, a teoria do capital e da mais-valia, a acumulação e circulação, etc. Portanto, pode-se dizer que é uma teoria que se vale de elementos da realidade de Marx, que os analisa na ânsia de desvendar a natureza da riqueza capitalista. (CARCANHOLO, 2013b)

---

<sup>1</sup> Cabe destacar que este nosso esforço passa pela percepção assumida neste trabalho de que a categoria que melhor explica os movimentos e características centrais do processo de acumulação no capitalismo contemporâneo é a categoria capital fictício, tal como proposta por Marx no Livro III de *O Capital*. Evidentemente, esta leitura não é consenso na vasta literatura que versa sobre as transformações capitalistas recentes, de modo que tal adesão já indica abertamente os pressupostos teóricos gerais nos quais sustentamos nossa análise.

## 1.1. Valor e capital em Marx

A análise que se fará nesta seção utilizará como base referencial especialmente duas obras: a de Carcanholo (2013a e b) e Marx (1985), sendo relevantes para o estudo categorial de Marx num todo. Durante o primeiro capítulo de *O Capital* (1985), Marx aponta alguns dos elementos mais centrais de sua teoria, sendo considerado o capítulo “essencial” de sua obra. O valor, para Marx, é determinado pela quantidade de trabalho socialmente necessário para a produção de uma mercadoria, ou seja, é uma expressão das relações sociais de produção em sociedades onde o capitalismo ordena a forma de produção. É através do trabalho que se incute valor a uma mercadoria, um bem que tem como finalidade satisfazer alguma necessidade humana, um valor de uso, uma utilidade em si.

Através do desenvolvimento categorial feito por Marx, se apresenta uma dupla determinação do caráter da mercadoria: o de ser valor de uso e valor de troca (ou simplesmente valor) ao mesmo tempo<sup>2</sup>. Em sua Teoria do Valor-Trabalho, Marx demonstra que o trabalho passa a ser determinado por dois polos que o constituem: o de gerar valores de uso e de sua forma social. A mercadoria só o é por conta de sua duplicidade, ou seja, por ser, ao mesmo tempo, um conteúdo material útil que contém valor de uso, e uma forma social e histórica de valor.

Como em Carcanholo (2013b), as mercadorias se desenvolvem tal qual o desenvolvimento das relações mercantis. Trata-se de compreender as determinações desta mercadoria em um momento histórico de gênese das relações mercantis – onde a mercadoria tem como polo dominante intrínseco a si seu valor de uso, ao invés do valor, e um outro momento histórico, onde já se constitui o capitalismo – onde o polo dominante desta relação intrínseca da mercadoria se altera para o valor, em detrimento do valor de uso. Isto não significa o apagamento ou o não-existir do valor de uso, visto que este é um elemento essencial para que a mercadoria o seja.

---

<sup>2</sup> Marx aponta que o duplo caráter do trabalho materializado na Mercadoria é ponto essencial para compreender a Economia Política, já que é nele que se representa a contraposição entre a produção do valor de uso e do valor. Pode-se dizer que a lógica aqui apresentada por Marx se reflete na análise geral das categorias econômicas, refletindo o caráter dual das mesmas. Os desdobramentos desse ponto serão inúmeros, visto que, a partir daí, torna-se possível explicar a substância do valor, o trabalho abstrato e, como consequência, sua materialização objetivada na forma mercadoria-dinheiro. É característica essencial da mercadoria o fato desta ser portadora de valor, e, portanto, o dinheiro contém em si a mesma oposição entre o valor de uso e o valor, se tornando historicamente o centro das relações e do funcionamento das economias capitalistas. A dinâmica destas economias tem seu cerne no capital, com seu movimento de valorização, objetivando a expansão do valor. É a partir destes elementos-chave que se estrutura a análise de Marx, que, através da crítica da economia política, observa a essência e aparência das formas constituintes do Modo de Produção Capitalista.

Assim sendo, com o desenvolvimento da mercadoria, vê-se uma significativa transformação do valor, que, no capitalismo, mesmo representando a propriedade das mercadorias, se transforma num valor-capital, o *capital*, elemento que representa a autonomização do valor. Durante o ciclo do capital, o valor existe como agente autônomo, substantivo. Sob essa forma, portanto, torna-se capaz de ser condutor do processo-chave do Modo de Produção capitalista.

O processo de autonomização das formas do capital envolve um avanço desta substantivação do valor, ou seja, se desenvolve de forma autonomizada. As oposições dialéticas apontadas por Marx e citadas anteriormente são contradições relevantes para o estudo das formas de capital. A contradição interna à mercadoria é a contradição fundante da autonomização das formas do capital, o que colabora para a desmaterialização da riqueza e, portanto, a ocorrência de crises.

Busca-se aqui vislumbrar os primeiros indícios do que seria a desmaterialização da riqueza, que, neste trabalho, será descrita através da criação de inovações financeiras. O presente trabalho não tratará de todas as contradições internas encontradas por Marx, porém, faz-se necessária uma mediação entre a Teoria do Valor Trabalho de Marx e a construção teórica de suas categorias.

Por exemplo, em se tratando do dinheiro, temos que este, bem como o capital, segue a lógica da dualidade dialética do valor: tem sua faceta material e sua dimensão social, compreendendo que, havendo riqueza numa dimensão material, esta tem, por conseguinte, valor social. Vê-se, por exemplo, ao analisar a riqueza patrimonial, que é constituída por riqueza real do patrimônio em si. Porém, ao se vislumbrarem as formas de valorização do capital, pode-se dizer que o patrimônio está sujeito a especulação, um fenômeno que tem como raiz a valorização fictícia. Sendo assim, há uma dialética do fictício/real, que se constitui primeiramente nesta abordagem que compreende que a riqueza, o capital, o dinheiro e, claro, o valor contêm valor real e um valor (ilusório) que existe dentro do processo de valorização fictícia.

A questão primordial para compreensão tanto da teoria de Marx como um todo, quanto desta seção específica que trata das formas fictícias de valorização, é a contradição produção *versus* apropriação de riqueza. Ao estudar o sistema capitalista, Marx vai apontar essa relação contraditória “*entre capital e trabalho, mas também em relação à redistribuição do*



*excedente-valor (do qual a mais-valia é uma parte) entre os não trabalhadores e entre as diversas frações ou formas autonomizadas do capital”* (CARCANHOLO, 2013a, p. 139).

## **1.2. O capital fictício**

Marx, ao tratar do capital fictício, retrata o movimento de autonomização das formas sociais do valor, que aparenta ser um processo de valorização do capital não ligada a nenhum processo de geração de valor através do trabalho. A forma D-D’ aqui se exprime como o esquema de como uma quantidade de dinheiro gera (ou teria o potencial) de gerar mais dinheiro. Essa lógica é a que Marx reconhece na prática da cobrança de juros, onde um dinheiro inicial acaba por “render” uma quantidade a mais de dinheiro, que seria o capital referente aos juros. Marx elenca que essa renda monetária que se converte em juro, adicionando-a a um montante inicial, pode ser categorizada enquanto capital portador de juros. (MARX, 1986a e b)

Ao retornarmos ao livro III d’*O Capital*, Karl Marx inicia a Seção V – “Cisão do lucro em juros e ganho empresarial. O capital portador de juros” analisando o papel do dinheiro enquanto capital, compreendendo que este pode deixar de ser um valor dado e passar a ser um valor que se valoriza. O dinheiro, que tem seu valor de uso de atuar enquanto tal, ganha aqui mais uma função: a de funcionar como capital, possibilitando a produção de lucro. Marx aponta no capítulo XXI, portanto, que o dinheiro se trata de uma mercadoria, porém, uma mercadoria *sui generis*, sendo o capital esta mercadoria. (MARX, 2017)

Sendo o valor de uso do capital portador de juros a possibilidade de gerar mais-valia, seu valor de troca (ou seu “preço”) está relacionado ao empréstimo de capital sob a lógica do recebimento futuro, ou seja, seu valor de troca é o juro – compreendendo que os elementos supracitados são formas de manifestação do capital. Marx oferece uma explanação do que vem a ser o juro:

A parte do lucro que ele [homem que toma emprestado um valor de um terceiro] lhe paga chama-se juros, que não é mais do que um nome especial, uma rubrica para designar uma parte do lucro que o capital ativo, em vez de colocar em seu próprio bolso, precisa pagar ao proprietário do capital. (MARX, 2017)

Neste mesmo capítulo, Marx retrata o movimento deste *capital portador de juros*, que sai das mãos de um capitalista A para ser emprestado a um outro capitalista B, onde se converterá em capital e passará pelo processo produtivo. Após o movimento D-M-D’ com este capital emprestado, o dinheiro volta para A como  $D+\Delta D$ , sendo  $\Delta D$  a mais-valia ao final do processo. Parte do valor a mais acrescido no processo produtivo,  $\Delta D$ , vem a ser o valor

que volta na forma de juros. Marx representa esse movimento como D-D-M-D'-D'. Esta primeira relação "D-D" significa a transferência do dinheiro de A para B, sendo a última relação "D'-D'", a volta ou refluxo deste capital emprestado, que volta às mãos do capitalista A, porém com um valor acrescido, a mais-valia ( $\Delta D$ ), sendo parte desta os juros. Nesse movimento de passagem do dinheiro, pode-se dizer que se trata da circulação do capital-mercadoria, que age como mercadoria, e não como capital. O capital-mercadoria, como ressaltado por Marx (2017), "está prenhe de mais-valor", e tem na função como mercadoria um estágio da reprodução do capital em si, que virá adiante. (MARX, 2017)

No caso do capital portador de juros, quem o detém tem a vontade de valorizá-lo, e, assim, o empresta a um terceiro e o transforma numa mercadoria especial, recebendo ao final uma soma incrementada, maior que no início, incorporada dos juros. Segundo Marx, compreende-se que os movimentos D-M e M-D' representam fases, processos intermediários de um movimento total. Através da alienação do capital pelo capitalista prestamista (o que empresta), cede-se o dinheiro em forma de mercadoria, servindo ao tomador como um valor de uso. O capitalista monetário, portanto, cede um valor de uso, o do capital, de poder se converter em mais-valia dentro do processo produtivo. Como retribuição à alienação, o capitalista produtivo retorna ao capitalista monetário uma parte do lucro final, chamada juros. (MARX, 2017)

Tratando de sua origem, o *capital portador de juros* advém do desenvolvimento do capital industrial, um capital que proporciona a produção de mercadorias e criação de mais-valia. Havendo aumento na dinâmica de produção com o desenvolvimento histórico do capitalismo, visualiza-se uma divisão técnica do trabalho entre os capitalistas. Assim, se dividem funções, negócios especiais, como o de comercializar dinheiro, atuar na circulação do dinheiro (capital) como mercadoria. (CARCANHOLO; SABADINI, 2009)

O capital industrial, supracitado, pode ser subdividido, a partir da análise de Marx, em duas espécies: o *capital de comércio de mercadorias* e o *capital de comércio de dinheiro*. O dinheiro tem a capacidade de atuar enquanto capital, sendo um capital potencial que vem a se tornar uma mercadoria por si só. Um capitalista que possui dinheiro pode utilizá-lo para iniciar um processo de produção e, portanto, através da exploração da força de trabalho, extrair um valor a mais ao final do processo. Porém, este capitalista pode optar por utilizar tal dinheiro para garantir empréstimos a outros capitalistas que atuem no processo produtivo (capitalistas industriais). Ao atuar como capitalista que comercializa dinheiro, este também se

torna um receptor de um valor a mais, uma taxa de retorno, os juros em troca do empréstimo ao capitalista industrial. (CARCANHOLO, SABADINI, 2009; BRUNHOFF, 1978)

Este movimento se trata do uso de um capital emprestado por um capitalista industrial para alavancar seu processo produtivo, resultando em extração de mais-valia ao final de cada ciclo do capital industrial em subseqüentes rotações do capital. O capital emprestado inicialmente há de retornar para as mãos do prestamista, o capitalista monetário, com um valor a mais – sendo este valor parte da mais-valia produzida no processo produtivo, valor criado a partir da exploração da força de trabalho. Ou seja, o valor dos juros está relacionado completamente ao trabalho assalariado realizado. (CARCANHOLO; SABADINI, 2009)

O *capital portador de juros*, portanto, produz a ilusão de que seria uma fonte autônoma de valorização, já que a apropriação dos juros se dá através do capitalista prestamista, e tem sua lógica desassociada da lógica do excedente de produção. Marx aponta, entretanto, que há alguma forma de dominação do capital portador de juros ao capital industrial e à produção. Entretanto, a divisão da mais-valia extraída ao final do processo de produção cria a ilusão de capitais que advém de fontes distintas. A parte do lucro do capitalista industrial e a parte devolvida ao capitalista prestamista se apresentam como valores que vêm de processos distintos: um, do processo industrial e, o outro, no formato de juros. Como em Marx (2017), “*decompõe-se em propriedade do capital, capital fora do processo de produção, que rende juros por si só, e capital dentro do processo de produção, que, como capital em ação, gera o ganho empresarial*”.

O capital portador de juros, portanto, nasce como o antecessor de formas fictícias de valorização. O valor é peça-chave do funcionamento da economia capitalista. A valorização do valor é o objetivo das atividades econômicas, ou seja, acumulação de valor socialmente produzido. Quando tratamos da lógica creditícia e de remuneração por juros, alcançamos formas de valorização cada vez mais autônomas, garantindo uma acumulação quase sem amarras e limites reais aos proprietários de dinheiro (a forma monetária do capital), algo que se fecha na existência do *capital fictício*.

Marx inicia o capítulo XXIV afirmando que “[é] no capital portador de juros que a relação capitalista assume sua forma mais exterior e mais fetichista” (MARX, 2017). O valor de uso do dinheiro passa a ser também o de fonte criadora de valor, sendo emprestado e retornando acrescido de um valor maior que outrora. O *capital fictício* se constitui na forma mais desmaterializada do capital portador de juros, ou seja, que aparentemente se desenvolve

alheio à dinâmica de produção. Ele advém de uma necessidade inerente ao sistema capitalista de financiamento, elemento que baliza a passagem do capital portador de juros a sua forma desmaterializada, a do capital fictício. (MARX, 1986a; MARX, 2017)

O capital aparece como fonte misteriosa, auto criadora do juro, de seu próprio incremento. A coisa (dinheiro, mercadoria, valor) já é capital como mera coisa, e o capital aparece como simples coisa; o resultado do processo global de reprodução aparece como propriedade que cabe por si a uma coisa. (...) Na forma do capital portador de juros, portanto, esse fetiche automático está elaborado em sua pureza, valor que valoriza a si mesmo, dinheiro que gera dinheiro, e ele não traz nenhuma marca de seu nascimento. (...) Em D–D' temos a forma irracional do capital, a inversão e reificação das relações de produção em sua potência mais elevada: a figura portadora de juros, a figura simples do capital, na qual este é pressuposto de seu próprio processo de reprodução; a capacidade do dinheiro, respectivamente da mercadoria, de valorizar seu próprio valor, independentemente da reprodução – a mistificação do capital em sua forma mais crua. (MARX, 1986, p. 293-4)

Marx continua o capítulo tratando do descolamento com o processo produtivo, se referindo aos “economistas vulgares”<sup>3</sup> como grandes apreciadores deste movimento de fetichização, visto que se trata de um capital que é fonte de lucro ao assumir uma forma independente, que valoriza a si mesmo. Porém, descreve em seguida a relação inevitável do capital fetichizado com o trabalho: “*O produto do trabalho pretérito, o próprio trabalho pretérito, está aqui, em si mesmo, prenhe de um fragmento de mais-trabalho vivo, presente ou futuro.*” (MARX, 2017). Nesta passagem talvez seja possível a reflexão acerca da contradição central entre o fetiche do capital – cujos atores desejam o fazer valorizar cada vez mais, através de juros compostos – e a produção real de valor – através do trabalho – que tem limites reais, concretos, materiais.

Durante o capítulo XXV do livro III (“Crédito e capital fictício”), relaciona-se o desenvolvimento do crédito ao desenvolvimento comercial e do modo de produção capitalista, havendo uma constante e generalizada ampliação e aperfeiçoamento desse sistema de crédito. Títulos da dívida pública, letras de câmbio, ações, etc., constituem algumas das formas de existência do capital fictício já observadas por Marx no século XIX, que, sob o ponto de vista global, podem ter variações em seu valor por razões que não correspondem a movimentos do capital objetivo, real. Assim como explicitado no trabalho de Carcanholo e Sabadini (2009), o capital fictício deve ser estudado sob o ponto de vista dialético, de modo que é *fictício* – se analisada sua essência, pelas valorizações especulativas – e, ao mesmo tempo, *real* – individualmente falando, visto no mercado de forma isolada, por exemplo na forma de ações; ou seja, se considerarmos sua aparência.

---

<sup>3</sup> Termo utilizado por Marx para caracterizar teóricos da economia clássica, como Adam Smith, David Ricardo (entre outros) e seus seguidores.

Em se tratando de um título de dívida, por exemplo – que nada mais é do que um direito de apropriação de um rendimento futuro –, este aparece como sendo uma riqueza real, o que de fato é. Porém, se analisarmos sua valorização, percebe-se que, sob o ponto de vista global, os títulos correspondem a um tipo de valorização fictícia, gerando lucros fictícios. Mesmo que haja determinações reais e fictícias, os títulos são compostos por amarras sociais que trazem elementos políticos e sociais, tanto que influenciam na produção de mais-valia para que seja possível sua remuneração.

Marx frisa o argumento da fetichização no capítulo XXIX, averiguando os títulos de dívida estatais, onde o movimento independente do valor destes títulos e de ações vai corroborar com a ilusão de que se tratam de um capital real. O valor de mercado destes ativos se determina de forma diferente de seu valor nominal, sendo um valor de mercado especulativo, reflexo das expectativas futuras de rendimento dos investimentos. (MARX, 2017)

O artigo de Carcanholo e Nakatani (1999) conclui que a dimensão especulativa do capital sempre esteve presente na lógica capitalista. Os estudos do terceiro livro d'*O Capital* envolvem alto grau de abstração, especialmente no que concerne ao tratamento das formas funcionais autonomizadas do capital. A lógica especulativa, mesmo que sempre presente de alguma maneira sob o capitalismo, nos apresenta uma diferente faceta na nova fase tratada por certos autores marxistas. A circulação e reprodução deste capital sob a lógica internacionalizada transforma a relação entre capital produtivo e capital especulativo financeiro, convertendo a atuação das atividades financeiras em centrais para a acumulação hodierna de capital.

Feita esta breve recuperação acerca da categoria capital fictício, defendemos que, na atual etapa capitalista, visualiza-se como característica sua exacerbação em relação ao capital substantivo, de forma a modificar as relações econômicas globais, como numa espécie de subjugação da produção de valor excedente à lógica dos ganhos fictícios, o que marca essa fase, tratada neste trabalho como fase de *financeirização* do capitalismo global. Tendo em mente essa relação entre o capital real e o fictício, faz-se necessária uma análise histórica das inovações financeiras, que consistem na criação de novos produtos e serviços financeiros que permitem que as relações entre os agentes sejam flexibilizadas, dando corpo às formas mais contemporâneas de manifestação do capital fictício.

## **CAPÍTULO 2: CRISES E INOVAÇÕES FINANCEIRAS**

O debate central da pesquisa aqui apresentada, como já exposto, se faz em torno do processo de financeirização do sistema capitalista global. Compreendendo que tal fase financeirizada pertence a um processo histórico de emergência de inovações financeiras e de flexibilização e liberalização das economias, apresenta-se aqui uma periodização deste movimento histórico. Tendo como marco a década dos anos 1970 – incluindo, assim, a crise que se segue e outros relevantes acontecimentos – e estudando seus desdobramentos e reverberações, torna-se possível visualizar que o Sistema Financeiro Internacional passa por transformações importantes a partir daí. Vê-se que tais transformações caminharam no sentido da internacionalização de fluxos de capital, bem como de liberalização e desregulamentação desta dinâmica.

Do imediato pós-Segunda Guerra Mundial até a década de 1970 se estabelece a fase conhecida como “Trinta Gloriosos”, ou “Era de Ouro” do capitalismo, expressões que se referem ao momento histórico de expressivo crescimento econômico. Resultam deste período, ainda, transformações políticas e sociais, como novas instituições econômicas internacionais e modificação no papel dos Estados nacionais. Nos Estados Unidos, ao fim da Segunda Guerra Mundial, vislumbra-se aumento de seu PNB em dois terços, e domínio de grande parte da produção industrial do mundo. Neste contexto, o Japão e os europeus França e Alemanha passam pela recuperação de suas economias, devastadas pela guerra, trazendo um espaço temporal de prosperidade econômica a estes e outros países capitalistas ditos desenvolvidos. (HOBSBAWM, 1995)

Neste contexto, realizam-se um conjunto de mudanças no sistema econômico internacional, se pautando em medidas de desenvolvimento e crescimento econômico a partir de políticas estatais.

### **2.1. Configuração econômica internacional no pós-Guerra e a Conferência de Bretton Woods**

Esta seção busca analisar o processo de consolidação do modelo monetário internacional estabelecido no pós-guerra. O texto se utilizará de referências de cunho histórico e econômico múltiplas, em especial a obra de Carvalho (2004) e Braga & Cintra (2004). A construção de um novo sistema monetário internacional para o pós-Guerra se dá a partir da Conferência de Bretton Woods (1944) e as medidas econômicas lá arquitetadas. Em julho de

1944, na cidade de Bretton Woods, dos Estados Unidos, foi realizada a Conferência, que reuniu representantes dos países que na Segunda Guerra Mundial estiveram contra o eixo fascista. Imperava o propósito de construir uma série de normas institucionais, com foco na economia, para garantir crescimento e prosperidade aos países.

A Conferência buscava que os países se aliassem na tentativa de padronização do padrão monetário mundial, além de outras regras comuns que garantiriam estabilidade macroeconômica internacional. O debate se deu ao redor, principalmente, das defesas dos representantes oficiais dos Estados Unidos e da Inglaterra, respectivamente Harry Dexter White e John Maynard Keynes. Ambas as defesas convergiam no receio de uma nova crise e depressão como a dos anos 1930, porém, se distanciavam tanto na visão de como se dariam as relações econômicas internacionais a partir dali, quanto em interesses particulares às duas nações. Mesmo com a grande influência de Keynes nas discussões econômicas daquele momento, foram os Estados Unidos que garantiram a maior parte das propostas de instituições que criou Bretton Woods.

Para além de estabilidade doméstica, naquele momento os países discutiam maneiras de trazer prosperidade a nível internacional, que seria garantida através de instituições e regras internacionais. Assim, os governos teriam uma estrutura que reforçaria suas políticas de estabilidade interna. Tanto os Estados Unidos quanto a Inglaterra acreditavam na criação dessas estruturas internacionais para controle interno das economias, para que fossem evitados novos distúrbios, como a guerra ou a Depressão.

Dentre as medidas estabelecidas na Conferência, temos o estabelecimento do dólar como moeda internacional e a criação de um Fundo de Estabilização (que vem a ser o FMI) e do Banco Mundial. As instituições partem principalmente do plano de White, onde o Fundo teria um estoque de moedas internacionalmente aceitas, emitidas nacionalmente pelos países. Neste caso, se tratando do dólar como moeda internacional, dependia dos Estados Unidos a garantia das funções de estabilização propostas.

Com o estabelecimento do dólar como a moeda internacional, tendo seu valor fixado em ouro, há uma ampla literatura que defende que reside nas mãos dos Estados Unidos grande dominância monetária. Os Estados Unidos seriam o único país capaz de emitir a moeda de circulação internacional, e as moedas dos outros países teriam seus valores designados em dólar. Desta forma, o acordo monetário visou atender interesses das grandes nações, particularmente dos Estados Unidos, sem necessariamente se voltar a uma dita “prosperidade

internacional”. A questão de gerar estabilidade no sistema monetário internacional se trata de um argumento institucional, porém, vê-se que na verdade é mais do que isso, sendo uma forma de dar vazão ao domínio estadunidense.

O padrão dólar-ouro estabelecido tinha como intento institucional a limitação da expansão de liquidez, buscando uma moeda internacional que tivesse sua convertibilidade garantida em bases materiais, o que seria coberto através da vasta quantidade de reservas de ouro que tinham os EUA (no imediato pós-Guerra tinham cerca de 2/3 da reserva mundial). A criação do Fundo Monetário Internacional também segue a lógica do controle – a instituição garantiria supervisão das políticas macroeconômicas dos países, bem como o cumprimento das regras estabelecidas no Acordo. Além disso, foi estabelecido o regime de câmbio fixo aos países.

Sabe-se, entretanto, que o funcionamento real do Sistema Internacional deste período se desvia em grande parte do acordado em 1944, principalmente no que diz respeito ao princípio da conversibilidade do dólar em ouro. Os EUA seriam os verdadeiros gestores da liquidez internacional e garantiriam a conversão do dólar em ouro para os países superavitários. Ao fim da década de 1960, entretanto, as reservas do país não eram mais suficientes para seguir a lógica estabelecida em Bretton Woods, uma vez que os EUA apresentavam déficit em seu balanço de pagamentos, fortemente justificado por uma balança comercial deficitária e um consequente resultado negativo em conta corrente. Esta passagem dos EUA da condição de credores internacionais para uma posição de devedores é fruto conhecido da recuperação dos países europeus e do Japão no pós-guerra, que reassumem seus espaços na concorrência internacional, tomando para si fatias importantes do mercado antes dominadas pela economia norte-americana.<sup>4</sup>

O sistema construído a partir de Bretton Woods também continha certas restrições no que diz respeito aos fluxos financeiros, proibindo operadores financeiros privados de movimentar recursos internacionalmente, o que foi conhecido por “repressão financeira”. O objetivo seria de que os países pudessem administrar seus recursos internamente, garantindo estabilidade em seus setores financeiros, no sentido de garantir o desenvolvimento econômico. Essa faceta do mundo das finanças viria a ser um dos pontos de futura inflexão que sofreria a lógica do sistema internacional construído em Bretton Woods.

---

<sup>4</sup> Gowan (2003) aponta que o governo norte-americano poderia ter agido frente a esta questão controlando seu déficit, que se dava por conta da necessidade de liquidez internacional e também por gastos militares externos, o Plano Marshall e a internacionalização do capital privado para outras regiões do globo.



As principais transformações visualizadas durante o período das décadas de 1960 e 1970 dizem respeito às inovações financeiras, que conferem novos contornos ao funcionamento do sistema financeiro internacional. Até o final da década de 1970, a estrutura do sistema financeiro dos EUA era rígida e altamente regulada – herança de um sistema instaurado pós-Grande Depressão de 1929. A proteção institucional sobre os sistemas financeiro e bancário<sup>5</sup> se deu na década de 1930 (com o *Glass-Steagall Act* em 1933 e o *Securities Exchange Act* de 1934), e estava assentada sob três princípios: o da restrição à competição entre instituições financeiras, o da proteção do Estado através do sistema de seguro de depósitos e o da transferência na gestão de negócios. Dessa forma, tentava-se conter os excessos da esfera financeira, restringindo os mercados financeiros. (CINTRA, 1997)

A regulamentação sobre as instituições bancárias se traduziu, citando um primeiro exemplo, na atuação do *Federal Reserve*, que estabelece um limite para as taxas de juros sobre depósitos a prazo captados e empréstimos dispostos pelos bancos. Observa-se a segmentação do sistema financeiro, na tentativa de impedir a competição e concorrência interinstitucional, havendo uma especialização das instituições financeiras no que tange a seus ativos e passivos. Somente bancos comerciais, por exemplo, poderiam oferecer contas correntes, essencialmente depósitos à vista, enquanto que apenas instituições de poupança lidavam com os depósitos a prazo. Os recursos dos bancos poderiam ser aplicados somente através de captação de recursos via depósitos à vista ou através de política monetária flexibilizada pelo Banco Central, que controlava as taxas dos encaixes bancários compulsórios.

Em outro aspecto, as legislações cerceavam a atuação das instituições no sentido do risco, em especial dos bancos comerciais. Cintra (1997) destaca algumas destas limitações, que passam desde limitar a concessão de crédito a certos tomadores de empréstimo, até proibir os bancos de deter ações de empresas em seus portfólios e o pagamento de juros sobre depósitos à vista (*Regulation Q*). Os bancos, portanto, poderiam apenas negociar e subscrever títulos públicos. Dentro dos mercados de valores, pautava-se a transparência das negociações e tentativa de diminuição da atividade especulativa (concentrada na *Securities and Exchange Commission* – SEC, através do *Securities Exchange Act* de 1934). Era necessário, portanto, que

---

<sup>5</sup> A estrutura de regulação e supervisão das instituições bancárias e financeiras era vasta. Não apenas a fim de garantir proteção institucional do sistema financeiro, mas também para regulamentar a atividade de bancos comerciais. Por exemplo, era contido no *Glass-Steagall Act* de 1933 o parágrafo 20, que proibia que bancos comerciais lidassem com *securities*, com exceção de títulos públicos. A atuação bancária passava por supervisão, restrições e regulações, o que vai se alterando ao tanto que se modifica a estrutura regulatória do sistema bancário nas décadas subsequentes.

se registrassem os valores mobiliários negociados na Bolsa de Valores e que se fizesse a divulgação destas movimentações. (CORREA, 1996)

Estes princípios fundamentam a lógica de funcionamento do capitalismo nos Estados Unidos, especialmente no que concerne ao “*market oriented financial system*” e à relação estreita das legislações com as instituições privadas. Os portfólios privados dos bancos comerciais e das empresas, durante os anos 1930, contavam com títulos públicos dos EUA, com taxas de juros fixadas pelo *Federal Reserve Bank*. O baixo risco envolvido nestes títulos é grande propulsor da liquidez no sistema financeiro da época. Este fator, adicionado às seguranças do sistema financeiro apontadas anteriormente, fizeram com que as taxas de juros desses títulos fossem estáveis e baixas, o que teve desdobramentos práticos na captação de depósitos pelas instituições.

Assim, durante o pós-Guerra, pode-se dizer que a configuração institucional do sistema financeiro norte-americano garantia estabilidade, proporcionando expansão dos empréstimos a taxas de juros fixas, e, conseqüentemente, crescimento econômico. Esta mesma estrutura, garantidora de estabilidade, viria a ser um entrave no que se refere à atuação das instituições financeiras.

## **2.2. Desregulamentação e inovações financeiras das décadas de 1960, 1970, 1980 e 1990**

Tendo em vista o contexto econômico do pós-guerra, de mudanças na estrutura dos sistemas bancários, são criados os Certificados de Depósito Bancário (CDBs), títulos de curtíssimo prazo lançados por bancos e vendidos no mercado monetário internacional diretamente a seus clientes. Têm como característica a segurança dos grandes e estáveis bancos – que foram as instituições que iniciaram essa forma de captação, garantindo a elas liquidez. No momento em que a organização financeira norte-americana passa a trazer restrições negativas a estas instituições (via legislações previamente discutidas), estes certificados se tornam uma forma de “burlar” tais medidas, fugindo da regulação nacional. A expansão destes títulos de dívida traz o crescimento dos empréstimos e, conseqüentemente, o aumento do endividamento dos bancos, das famílias e das empresas, tratando-se de um processo de expansão monetária. (CORREA, 1996)

As dívidas privadas norte-americanas aumentam, e, com o *credit crunch* de 1966, se fortalece ainda mais a chamada “desintermediação financeira”, transferindo os recursos de

instituições de depósitos para os mercados monetários, a fim de escapar aos tetos de captação e proibição do pagamento de juros sobre depósitos à vista. Nesse momento, o Banco Central norte-americano garante empréstimos aos bancos endividados, através da emissão de moeda e geração de dívida pública. A partir disso, aprofunda-se a desintermediação através de outras inovações financeiras como os fundos mútuos de mercado monetário (MMMFs – *Money Market Mutual Funds*), através dos quais se diversificava o portfólio de investimentos, comprando e negociando CDBs, como num mercado paralelo. (CORREA, 1996)

O ingresso nos mercados internacionais pelas instituições financeiras estadunidenses aponta para o crescimento das pressões especulativas, principalmente nos chamados mercados de eurodólares, ou mercados *off-shore*. A internacionalização dos bancos dos EUA se faz principalmente na *City* londrina, sendo um centro financeiro onde não havia a regulamentação fiscal vista no país de origem, pelo FED. As operações financeiras eram todas feitas, entretanto, em dólares, fazendo com que a moeda inglesa ficasse imune a possíveis mudanças nas relações cambiais.

O intrínseco relacionamento entre o déficit do balanço de pagamentos dos Estados Unidos, a expansão dos investimentos diretos internacionais efetuados pelas corporações americanas, o dinamismo exportador das potências econômicas emergentes e o uso do dólar como moeda internacional levam a uma contínua oferta desta moeda fora dos Estados Unidos, constituindo um importante elemento para a formação de um "mercado financeiro mundial" – o euromercado. (CORRÊA, 1996, p. 49)

O euromercado permitia aos bancos estadunidenses a captação de recursos, e, assim, estes bancos passam a abrir filiais na Europa e em diversos países. O processo de internacionalização bancária se trata de uma forma de flexibilização das formas de captação, saindo dos EUA, cujo Banco Central impunha maior rigidez no que diz respeito à atuação dos bancos. Esse movimento de internacionalização fez com que o Banco Central norte-americano perdesse parte do controle sobre a forma de funcionamento bancário, bem como o controle de oferta de moeda (dólar). O euromercado faz transações utilizando o dólar fora dos Estados Unidos, gerando um mercado de crédito e lançamento de títulos de dívida, o que, juntamente com o aparecimento dos mercados *off shore*, conduz a um avanço de empréstimos internacionais, expansão dos bancos e aumento do endividamento externo de alguns países, em especial os periféricos.

As décadas de 1960 e 1970 são marcadas por modificações da estrutura econômica mundial, havendo um cenário de aumento da competitividade de países europeus e do Japão, bem como o ganho destes de reservas internacionais através do aumento de suas exportações.

Os Estados Unidos perdem competitividade internacional, levando-os a um aumento das importações e redução das exportações, reduzindo suas reservas internacionais. Os problemas no balanço de pagamentos norte-americano durante a década de 1960 trazem subida das taxas de juros e da inflação, criando dificuldades na manutenção de taxas fixas de câmbio conforme estabelecido em Bretton Woods. Há um cenário, portanto, de quebra do sistema de taxa de câmbio fixa em 1971 com o fim da relação entre o dólar e o ouro pelos EUA, sob comando de Richard Nixon, colapsando um dos pilares do regime previamente estabelecido. (SERRANO, 2005)

Os desequilíbrios internos da economia norte-americana vinham de diversos fatores, entre eles um grande déficit público que dificultava a estabilidade do dólar como padrão monetário internacional. Havia uma crise de confiança para com o dólar, desgastando seu papel de função de reserva internacional, havendo forte especulação contra a moeda norte-americana. Desta maneira, a partir de 1971, com a quebra da conversibilidade, o dólar estaria referenciado nele mesmo, na tentativa de restaurar a estabilidade das taxas de juros internas, bem como a questão cambial e especulativa no país. (CINTRA, 1997; CÔRREA, 1996)

No início da década de 1970 também se visualiza um crescimento das transações referentes ao petróleo: a produção deste pelos países do Oriente Médio se eleva, engrandecendo o capital petrolífero e os lucros advindos do petróleo. Buscando saídas para aplicação deste capital, eleva-se o lançamento de títulos de dívida securitizados, dando origem ao movimento de reciclagem dos chamados petrodólares. A crise do petróleo de 1973 consistiu numa movimentação dos países da OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo), pressionando a economia estadunidense ao aumentar o valor dos barris de petróleo significativamente. Em 1979, uma nova elevação do preço do barril de petróleo ocorre, dando origem à segunda crise do petróleo. Como consequências, os choques do petróleo trouxeram instabilidade das economias internacionais, em especial a dos Estados Unidos.

Em 1979, Paul Volcker, então presidente do *Federal Reserve Bank*, articula políticas monetárias para recuperação do dólar, no sentido de “tornar o dólar uma moeda forte novamente”<sup>6</sup>. Através de uma política monetária restritiva, se inicia uma nova fase do sistema

---

<sup>6</sup> Para Gowan (2003), a partir de 1971, com a declaração de fim da conversibilidade do dólar por parte de Richard Nixon, se delineia um novo regime denominado por ele de “Regime do Dólar-Wall Street”, uma estratégia de fortalecimento do poder dos capitais estadunidenses. A partir do rompimento de questões institucionalizadas a partir da Conferência de Bretton Woods – que limitavam o poder monetário dos Estados Unidos –, se redireciona a política monetária internacional, colocando o país (e sua moeda) como centrais neste padrão dólar-puro que virá a se instaurar.

monetário mundial. Foi chamado de “Choque Volcker” o conjunto de atuações do FED durante este período, o que estimulou o mercado financeiro norte-americano e o transformou no sentido da liberalização, buscando competitividade com outros países e suas bolsas de valores. Entre algumas das medidas, houve o aumento da taxa nominal de juros dos Estados Unidos, que teve grande impacto sobre as economias periféricas, em especial as latino-americanas. (GOWAN, 2003)

A taxa era a mesma sob a qual contratos de volumosos empréstimos para países periféricos estavam indexados, referindo-se a uma taxa de juros flutuante. Desta forma, estes países passam a ter dificuldades no pagamento de suas dívidas contraídas anteriormente, resultando numa série de quebras e não pagamento de suas dívidas públicas. A década de 1980 é conhecida em certas literaturas como a “década perdida”, já que irrompe a chamada crise da dívida dos países do Terceiro Mundo, e diversos países latino-americanos passam a declarar moratória de suas dívidas por incapacidade de pagá-las. A década de 1980 também é marcada por uma forte onda de inovações financeiras, que distinguem os rumos de uma nova fase do capitalismo. (HARVEY, 2005)

Nesse contexto, a primeira metade dos anos 1980 se caracteriza por grande instabilidade financeira pelo mundo todo, resultado das políticas macroeconômicas estadunidenses que forçaram a valorização do dólar, com a chamada “diplomacia do dólar forte”. Na tentativa de restaurar a hegemonia do dólar, o FED atua com a alta dos juros do país, atraindo capital externo, desacelerando o processo inflacionário interno dos EUA e fazendo com que o preço nominal do dólar caísse na compra de matérias primas e petróleo no mercado internacional. (GOWAN, 2003)

Na contramão, as economias periféricas passavam por um momento econômico crítico, estando altamente endividadas. Em 1982, com a moratória do México, o desgaste econômico das regiões periféricas se intensifica, gerando um efeito dominó nas outras economias latino-americanas, que passam por processos econômicos similares. O crédito é cortado para estes países e se instaura um momento de crise dos países devedores. (CORRÊA, 1996)

Além disso, os anos de 1980 são marcados por um processo que se mostrará decisivo na história do capitalismo contemporâneo: os Estados Unidos adotam políticas de desregulamentação financeira (a partir do *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*). A regulamentação sobre o mercado financeiro norte-americano, sabidamente

restritiva outrora, se movimenta para o sentido contrário: é eliminado progressivamente o teto dos juros sobre depósitos à vista (autorizam-se os bancos a oferecer contas livres de tetos de juros), além da diminuição de intermediários bancários, facilitando o trânsito de investimentos e reduzindo restrições geográficas. Tal movimentação na regulação viria a ter impacto mais imediato sobre outras economias, influenciando processos de desregulamentação também na Inglaterra, Alemanha, Japão.

Como desdobramento dessas flexibilizações, outras inovações financeiras que explodem na década de 1980 se apoiam na lógica da *hedging finance*, ou seja, criando mecanismos que permitam equilíbrio e diluição de risco em operações que envolvem posições especulativas. A *hedge finance* promove dívidas com prazos maiores, buscando segurança das estruturas financeiras ao contrabalancear as instabilidades, permitindo que se tenha menos perdas num investimento, por exemplo. (CORREA, 1996)

Dentre as inovações emergentes desta década, o processo de *securitização* deve ser tratado de forma minuciosa, já que se trata de um “*movimento que converge interesses de tomadores, aplicadores e intermediários financeiros*” (CORREA, 1996, p. 58) e seria uma das principais inovações deste momento, tendo inúmeros desdobramentos adiante. Se modifica o modelo anterior de financiamento, descentralizando as finanças das instituições bancárias e criando uma série de novas instituições que buscam lugar nos mercados de capital e de crédito. Desta forma, as empresas que outrora recorriam aos empréstimos bancários tradicionais, passam a levantar recursos através de emissão destes valores mobiliários. Através da securitização, os ativos são “empacotados” na forma de títulos a serem vendidos, trazendo um esquema de endividamento direto junto ao credor. O empacotamento se trata da reunião de variados créditos que constam no balanço bancário, lançados por bancos numa operação que pode ser descrita como “*venda de um pacote de ativos bancários*” (CORREA, 1996, p. 60).

O processo de securitização consiste numa conversão de ativos relativamente ilíquidos em títulos mobiliários líquidos, passíveis de negociação. Havendo esta conversão, se dá também a transferência de riscos aos investidores que o compram. Dados retirados do site da ANFAC (2018) trazem elementos para analisar o tamanho e expressão desta ferramenta financeira:

- O estoque de títulos de securitização no mercado norte-americano é superior a 60% do PIB daquele país e maior que o mercado de dívida federal.

- O mercado internacional de securitização vem crescendo a uma taxa média de 30% ao ano desde seu nascimento em 1985.
- Só nos EUA o mercado de Créditos de Recebíveis Imobiliários superou U\$ 3,5 trilhões no ano passado.
- Na Europa, o volume de emissões de títulos de securitização vem dobrando de valor ano após ano.

As novas operações contam com forte presença dos bancos, tanto na emissão e compra de *securities* (ou *bonds*), quanto em operações de subscrição (*underwriting*). O processo de securitização permite aos bancos que se retirem os riscos da operação, sendo diluídos entre os tomadores finais, dando garantia para os ativos. Tem como característica a aproximação entre mercados de crédito e de capitais, o que significaria, institucionalmente falando, uma proximidade maior entre bancos de crédito (comerciais) e bancos de investimento. A securitização gera papéis que são colocados diretamente no mercado a partir de obrigações anteriores de crédito, aumentando a desintermediação financeira e trocando ativos menos líquidos por títulos de maior liquidez.

Dentre as inovações da década de 1980 também se encontram as FRNs e NIFs. As FRNs (*Floating Rate Notes*) advêm da década de 1970, porém tem maior destaque nos anos 1980, e são títulos lançados no mercado de capitais com juros flutuantes. O NIF (*Note Issuance Facility*) se trata de um compromisso financeiro de médio prazo, a partir do qual o tomador do empréstimo emite um termo de curto prazo, subscrito por bancos. Também conhecido como *euronote*, o termo traz a garantia bancária de que, caso o agente não consiga efetuar o pagamento no prazo, os bancos paguem, abrindo uma operação de crédito. Se transforma uma operação de maior prazo numa operação de curto prazo, garantindo liquidez ao investimento, tendo os bancos o compromisso deste crédito. (CINTRA, 1997)

Para além da diluição do risco do investimento a que se propõe o processo de securitização, vê-se a emergência de uma outra inovação financeira que se trata de um processo de transferência de risco, os *derivativos*. Os derivativos são um conjunto de ativos cujo valor deriva de outro, ou seja, negociando-se riscos de uma outra transação em separado. Se trata de outro mecanismo de *hedge*, que busca segurança dentro da volatilidade dos mercados financeiros e outras questões conjunturais que possam afetar o plano financeiro.

Os derivativos financeiros que são mecanismos que possuem uma espécie de “seguro” ao transformar incerteza em riscos diluídos (*hedging finance*), tendo prazos de negociação menores (cerca de 12 a 16 meses). Estes, sendo um instrumento de *hedge*, permitem que sejam diminuídos os riscos das operações, tratando de trazer alguma estabilidade e previsão

nos rendimentos futuros. Instrumentos como esses garantem grandes rendimentos, tendo alto grau de alavancagem, sendo uma estratégia de rendimento com proteção dos ativos de risco mais alto, garantindo ganhos elevados. (CINTRA, 2000)

O cerne da origem dos derivativos está na busca por proteção financeira numa realidade de um sistema financeiro repleto de incertezas e instabilidades. O crescimento do mercado de derivativos está ligado ao processo de desregulamentação financeira, liberalizando a estrutura destes mercados, gerando as inovações que o trabalho pretende levantar. É através de mercados futuros que se constituem primeiramente os derivativos financeiros, sendo instrumentos que têm seu preço determinado a partir de outros ativos financeiros e, portanto, “derivam” de outro ativo. Com a expansão dos derivativos se faz possível toda sorte de operações de cobertura de risco, cobrindo diferentes ativos, para diversos agentes. Os mecanismos derivativos têm como objetivo reduzir as consequências das incertezas financeiras e acabam por também serem mecanismos de forte especulação. (FARHI, 1998)

Ao se tratar do processo de liberalização financeira, os fundos de pensão também constituem grande importância neste processo dos anos 80, sendo instituições presentes primeiramente nos EUA e no Reino Unido, tendo se espalhado pelo globo através dos anos. São conhecidos por terem dado grande impulso às finanças globalizadas na década em questão, sendo um tipo de plano de investimento que serviria à garantia de aposentadoria futura. (FANETTI, 1998)

Uma característica importante da globalização financeira vista a partir da década de 1980 é o surgimento de novos “produtos” financeiros, que seriam operações as mais diversas que são criadas, fortalecendo os movimentos especulativos. A realidade vivida pelo sistema financeiro e monetário estadunidense é de amplitude de seu mercado de capitais, o que conduz a lógica financeira à predominância em relação às outras esferas de operação do capital. Isto ocorre de forma generalizada no Sistema Internacional, porém tem nos Estados Unidos uma predominância exacerbada, visto que seu mercado de capitais é amplo e bastante dinâmico, com mecanismos sofisticados de acumulação fictícia. (CINTRA, 2000)

A relação entre o sistema financeiro internacional e o sistema financeiro norte-americano é estreita. Se dá quando desponta o processo de securitização, em conjunto com outros instrumentos financeiros, juntamente com um período de forte liberalização e desregulamentação das economias nacionais, visto que estes processos se dão de forma



global, porém, hierárquica a partir do sistema financeiro norte-americano. A globalização financeira segue os moldes da estrutura financeira dos Estados Unidos, com seu mercado de capitais dinâmico, lastreado nos títulos do Tesouro, além de oferta de diversificados portfólios de investidores. (CINTRA, 2000)

Em Cintra (2000) está contida uma breve apresentação dos numerosos agentes dos novos circuitos financeiros que passam a atuar a partir das décadas de 80 e 90.

O agente superavitário deposita os recursos nas empresas de administração de fundos (fundos mútuos, fundos de pensão, fundos de investimentos, *hedge funds*, companhias de seguro etc.). Estes mantêm em suas carteiras de ativos securities diversas (títulos, notas, *commercial paper*, ações), emitidas pelos tomadores de recursos, mas também moedas, ouro, *commodities* etc. As emissões de securities pelos tomadores (empresas produtivas, Estados soberanos, bancos internacionais ou de países em desenvolvimento) são realizadas por intermédio das instituições financeiras, que operam como *broker* (atuam como corretores de títulos e valores mobiliários, geralmente cobrando uma comissão). Os riscos de prazos e de crédito são bancados pelos fundos que compõem suas carteiras de ativos de forma a conseguirem carregar instrumentos de prazos mais longos por meio de depósitos de diferentes prazos. (CINTRA, 2000, p. 106)

Finalmente, tem-se que os mecanismos derivativos ao mesmo tempo que permitem que sejam diminuídos os riscos, geram instabilidade ao se assentarem nas diferentes projeções de futuro. Compreende-se que não há nenhum mecanismo financeiro que completamente extinga o risco, e, portanto, a ação de buscar rendimentos em mecanismos de alta incerteza é fator relevante para que se tenham instabilidades financeiras no sistema financeiro internacional, agravando a ameaça de crises de caráter financeiro. Ocorre que a busca por diluição de riscos individuais se dá através de mecanismos intensificadores dos riscos coletivos, sistêmicos e generalizados. Na próxima seção buscar-se-á trazer um detalhamento maior sobre a instabilidade das finanças e a crise financeira dos títulos hipotecários norte-americanos de 2008, fazendo uma análise crítica da financeirização e de como este processo foi responsável pela geração de riqueza fictícia, instável e geradora de bolhas especulativas.

### **CAPÍTULO 3: FINANCEIRIZAÇÃO DO CAPITALISMO E A CRISE FINANCEIRA DE 2008**

Tem-se como objeto central da discussão deste trabalho o processo de financeirização, a forma como os mercados financeiros internacionais passam a se interligar e a autonomização da esfera da finança e criação de riqueza fictícia, gerando instabilidades econômicas de proporções internacionais. Neste capítulo, busca-se aprofundar a análise destas instabilidades, trazendo, à luz da teoria marxista, a crise financeira deflagrada em 2008, tentando compreender inclusive alguns de seus desdobramentos.

A financeirização, como já mencionado anteriormente, se trata deste processo de autonomização das finanças em relação ao capital industrial. Em Lapavitsas (2009a), há um trecho que traz algumas de suas implicações:

Financeirização, em suma, não equivale a um domínio dos bancos sobre o capital industrial e comercial. Equivale, em vez disso, a uma crescente autonomia do setor financeiro. Capitais industriais e comerciais são capazes de fazer empréstimos em mercados financeiros abertos, tornando-se fortemente envolvidos com transações financeiras. Instituições financeiras têm buscado novas fontes de rentabilidade na exploração financeira e nos bancos de investimento. Enquanto isso, os trabalhadores vêm sendo cada vez mais atraídos para o domínio da finança privada para atender às necessidades básicas, incluindo habitação, consumo, educação, saúde e provisão para a velhice. Esta tem sido uma era de crescimento instável e baixo, de salários reais estagnados e bolhas financeiras frequentes. A atual crise representa uma conexão gigantesca entre os desequilíbrios, tensões e aspectos exploradores do capitalismo financeirizado. (LAPAVITSAS, 2009a, p. 146, tradução nossa)

Em Lapavitsas (2011), o autor busca alguns elementos característicos da financeirização. Trata este processo como uma mudança estrutural e sistêmica nas economias capitalistas modernas rumo à finança, alterando a estrutura da acumulação de capital. Assim, a mudança é sistêmica, se dá de forma generalizada, atingindo as economias modernas.

A reestruturação do papel dos bancos também é de significativa importância, com uma volta das instituições bancárias às famílias e indivíduos, que passam a se envolver cada vez mais no setor financeiro. Os bancos passam a se voltar ao mercado financeiro para ganho de remunerações em forma de taxas de investimento, comissões, etc. Como em Lapavitsas (2011), *“a enorme expansão de ativos bancários nos anos 2000 teve pouco a ver com empréstimos a empresas para investimento, e envolveu empréstimos para indivíduos e outros bancos”* (p. 620, tradução nossa). Outro aspecto relevante é a financeirização do indivíduo, do trabalhador, que expande sua relação com o mercado financeiro tanto com empréstimos de toda sorte (hipotecas, educação e saúde), quanto com ativos financeiros (fundos de pensão, habitação, etc). A financeirização do indivíduo se relaciona à expropriação financeira dos

rendimentos do trabalho, uma forma de acumulação através da extração de lucros fictícios dos salários.<sup>7</sup> (LAPAVITSAS, 2011)

Isto posto, a história recente nos mostra que há maior número de ocorrência de crises financeiras depois da década de 1970 do que no período anterior, entre 1945 e 1973. As décadas que seguem a crise dos anos 1970 (a primeira de caráter global depois do segundo pós-guerra) também são conturbadas no que tange à esfera financeira. Dentre algumas relevantes crises financeiras que despontam, pode-se citar a sequência de crises dentre a décadas de 1990 e início dos anos 2000. No ano de 1992, temos as crises do Sistema Monetário Europeu, com severas recessões nacionais, bem como a crise da dívida mexicana em 1994 e o colapso no Leste e Sudeste Asiático de 1997-1998, com desenvolvimento do capital especulativo e forte impacto mundial. Na sequência, no ano de 1998, a crise russa, seguida das crises brasileira (em 1999) e argentina (em 2001). (CHESNAIS, 2008)

O modelo econômico ligado à exacerbação das finanças se sustenta através do aparato político garantido pelas políticas neoliberais consolidadas após a crise de 1970. O projeto neoliberal consiste em políticas que seriam necessárias para que os movimentos de transferência e centralização de riqueza ocorram, de forma a acelerar a expansão do setor financeiro, rompendo com regras de controle. Pregando a liberalização das economias, internacionalização de mercados financeiros, privatizações e não-intervenção estatal nos mercados, as políticas neoliberais surgem como resposta à crise dos anos 1970. A financeirização surge, portanto, como uma necessidade, uma forma de estabilização das estruturas de acumulação e como fonte de lucro. (HARVEY, 2015)

### **3.1. Novos mecanismos financeiros e a formação da crise de 2008**

Ao analisarmos especificamente a crise de 2008, temos que se dá a partir da relação entre os empréstimos bancários aos indivíduos e famílias e bancos de investimentos, as instituições que trocavam *securities* baseados nas hipotecas. O processo de securitização transforma ativos ilíquidos do balanço bancário em títulos, uma técnica adotada pelos bancos de investimento e instituições financeiras, que passam a negociar estes títulos de passivos securitizados, ganhando, desta forma, taxas e rendimentos. Os títulos securitizados a partir das

---

<sup>7</sup> Como em Cintra e Cagnin (2007), há um movimento de direcionamento da poupança das famílias e do crédito para o mercado de capitais, traduzidos no aumento do endividamento privado. Entre o período de 1980 ao segundo semestre de 2017, se aponta uma elevação do estoque de dívidas relativas às hipotecas: de cerca de US\$2 trilhões em 1980, evoluindo para cerca de US\$14 trilhões no segundo semestre de 2007.

hipotecas norte-americanas tinham como base seus devedores, na maior parte trabalhadores de baixa renda. Considerando que o crescimento dos salários reais fica estagnado durante a bolha hipotecária, a sustentação destes mecanismos e inovações financeiras é bastante fraca, o que traz a confirmação de uma avassaladora crise dos títulos hipotecários. (LAPAVITSAS, 2009b; 2011)

A financeirização da renda cumpre papel central para compreender a crise de 2008: a explosão de empréstimos e hipotecas feitas no início dos anos 2000 mostra que são atingidas inclusive as camadas mais pobres da população. Utilizando como fonte o trabalho de Lapavitsas (2013a), temos que os empréstimos de hipotecas durante os anos 2001-2003 se dirigiu a uma demanda de famílias com algum poder aquisitivo. Os empréstimos *subprime* têm seu auge no período subsequente (2004-2006), quando a demanda pelas primeiras hipotecas havia sido sanada. A maioria dos empréstimos de hipotecas *subprime* tinham taxas flutuantes, as *Adjustable-Rate Mortgages* (ARM); assim, as taxas de juros que iniciavam baixas podiam aumentar drasticamente, a qualquer momento. Segundo a tabela:

**Tabela 1 - Empréstimos de hipotecas nos Estados Unidos, 2001-2006 (\$bi)**

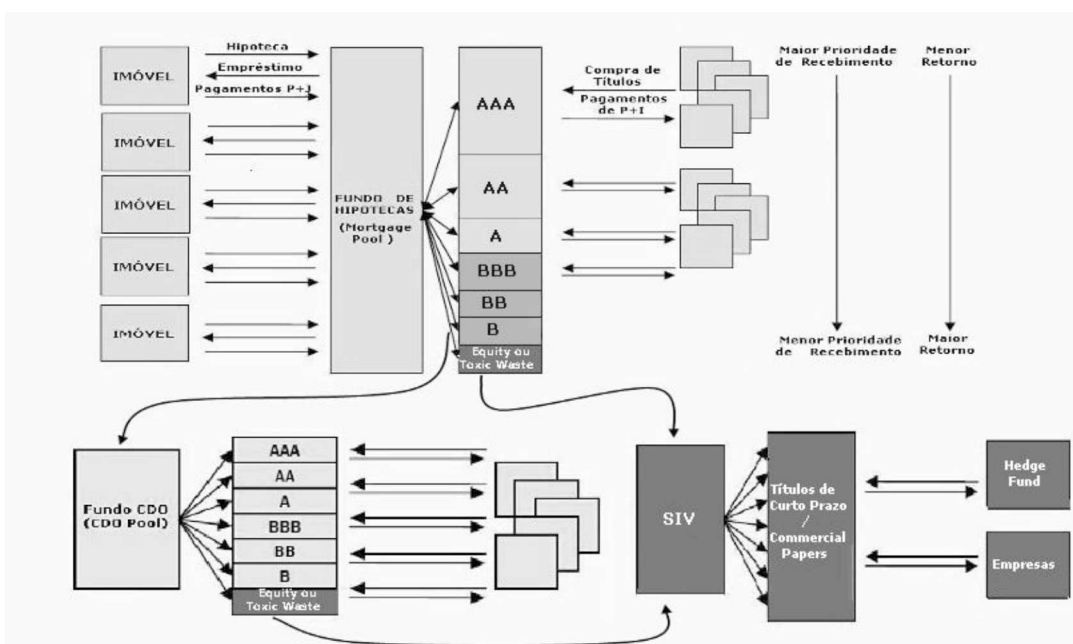
Ano	Hipotecas emitidas	Taxa de emissão de hipotecas (%)	<i>Subprime</i>	<i>Subprime</i> securitizadas	Taxa de securitização de <i>subprime</i> (%)	ARM
2001	2215	60,7	160	96	60,0	355
2002	2885	63,0	200	122	61,0	679
2003	3945	67,5	310	203	65,5	1034
2004	2920	62,6	530	401	79,8	1464
2005	3120	67,7	625	508	81,3	1490
2006	2980	67,6	600	483	80,5	1340

Fonte: adaptado de Lapavitsas, C. (Ed.). **Financialization in crisis**. Haymarket Books, 2013. (p. 18)

A tabela mostra o ascenso das hipotecas *subprime*, com o ingresso de classes mais baixas nos empréstimos de habitação norte-americanos. Por trás destas hipotecas se desenvolveu um refinado mercado financeiro, através principalmente da securitização das hipotecas *subprime*. A securitização destas hipotecas – conhecidas como *mortgage-backed securities*, ou MBS – foi feita através da adição destas a grupos maiores de hipotecas consideradas mais confiáveis, e, pouco a pouco, as *subprime* passam a compor *securities* de instituições financeiras distintas. (LAPAVITSAS, 2013a)

Garantiu-se, assim, o desenvolvimento de um mercado secundário de securitização das hipotecas, o que fez com que se aproximassem estreitamente os mercados de capitais e o mercado de hipotecas. O esquema construído por Torres *apud* Torres Filho e Borça Jr. (2008) elucida o processo de securitização pelo qual passam os créditos imobiliários *subprime*, para que se tornem a base de novos títulos de dívida. (CINTRA e CAGNIN, 2007; TORRES FILHO e BORÇA JR., 2008)

**Figura 1 - Esquema Estilizado de Securitização dos Créditos Subprime**



Fonte: Torres Filho e Borça Jr., 2008, p. 140

No esquema, os tons mais claros representam a forma original de securitização, o processo comum pelo qual passa o crédito imobiliário, se traduzindo em títulos de dívida a partir desta engenharia financeira. Os tons mais escuros, por outro lado, são os processos que derivam deste primeiro, ou seja, os próximos passos que são tomados para que haja títulos baseados em hipotecas *subprime*. Este sistema de financiamento imobiliário estava centralizado em algumas poucas instituições, em especial as quatro a seguir: *Federal Housing Administration (FHA)*, *Government National Mortgage Association* (conhecida como *Ginnie Mae*), *Federal National Mortgage Association* (conhecida como *Fannie Mae*) e *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (conhecida como *Freddie Mac*). (CINTRA e CAGNIN, 2007; TORRES FILHO e BORÇA JR., 2008)

O primeiro passo do processo de securitização dos créditos *subprime* é o de transferência dos contratos das hipotecas para um fundo de investimentos específico,

chamado *mortgage pool*. Este fundo contém cotas (*tranches*) de diferentes níveis de risco, de classes diferentes, setorizadas pelas classificações das agências de *rating* conforme a segurança destes créditos, como pode ser visualizado no esquema acima. Cada um destes setores em que são classificados os *tranches* surge através de cálculos que combinam risco e retorno, a partir de modelos próprios destas instituições de *rating*, que são agências privadas de classificação. (TORRES FILHO e BORÇA JR., 2008)

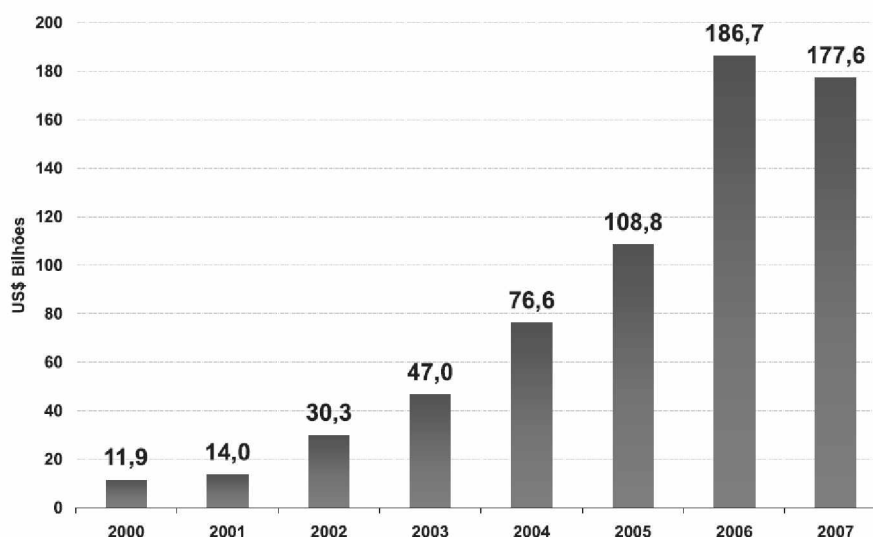
O setor dos fundos de hipoteca chamado de “lixo tóxico” (ou *toxic waste*) leva este nome por ter o maior risco, sendo um “resíduo” do processo de securitização. Os detentores destas cotas recebiam remunerações mais elevadas, por ser o setor que receberia as primeiras perdas caso ocorresse alguma inadimplência. Este setor dos fundos também é conhecido como *equity*, e corresponde a um mecanismo de “proteção” aos investimentos, num esquema de transferência de riscos caso os prejuízos tomassem todo o *tranche*, sendo transferidos para o próximo *tranche* (classe B, por exemplo). Num esquema piramidal, os *tranches* representam a ordem de recebimento dos rendimentos, e, no sentido inverso, as hipotecas de maior a menor risco. Um *tranche* AAA teria perdas apenas caso todos os detentores de outros *tranches* tivessem perda integral, sendo um investimento de menor risco, porém, menores remunerações. (TORRES FILHO e BORÇA JR., 2008)

As cotas passam por um processo de “empacotamento” para serem colocadas no mercado de capitais, sendo reunidas enquanto *tranches seniores* o grupo dos investimentos AAA, AA e A; *tranches* de risco médio ou *mezzanine*, BBB, BB e B; e as de maior risco, as que seriam o “resíduo” deste processo, conhecidas como *equity*. Esta categorização em grupos se dá através das avaliações que os investimentos recebem das agências de *rating*, sendo empacotadas pelos bancos de investimento. Estes bancos de investimento passam os grupos de cota a um fundo de *Collateralized Debt-Obligations* ou obrigações de dívida colateralizada (conhecido como CDOs), um instrumento de lastreamento que reúne outros títulos de dívida e ativos recebíveis de crédito (como hipotecas, crédito de consumo, empréstimos automobilísticos e estudantis). Os CDOs são compostos por variados contratos agrupados, sendo instrumentos do modelo de investimento de diluição e distribuição dos riscos. (LPAVITSAS, 2013a; TORRES FILHO e BORÇA JR., 2008)

Conforme o agrupamento de diversos contratos com os CDOs, as hipotecas *subprime* passavam a ser empacotadas com os investimentos categorizados como de baixo risco pelas agências de *rating*. O risco de crédito era, portanto, transferido aos investidores de toda sorte:

desde investidores que buscavam ativos de menor risco até instituições financeiras como fundos de pensão, companhias de seguro, etc. Analisando o gráfico 1 a seguir, é possível visualizar o crescimento da criação de novos CDOs entre 2000-2007, no mercado financeiro norte-americano:

**Gráfico 1 – Evolução das Novas Emissões de CDO (2000-2007)**



Fonte: Torres Filho e Borça Jr., 2008, p. 143

Bancos comerciais e bancos de investimento passam a vender estes ativos securitizados, ligados às hipotecas (os *mortgage-backed securities*), que tinham altos rendimentos no momento de crescimento da bolha. Desta forma, começam a organizar os fundos SIVs, *Structured Investment Vehicles* ou veículos de investimento estruturado, que são companhias que atuam fora do balanço bancário (*off balance*, portanto, menos reguladas) comprando hipotecas e outros ativos financeiros para securitização. (LAPAVITSAS, 2013a; TORRES FILHO e BORÇA JR., 2008)

Os SIVs trazem retornos financeiros através da captura de *spreads* de créditos, ou CDS (*Credit-Default Swaps*), entre ativos de longo prazo e ativos de curto prazo. Os SIVs emitiam títulos de curto prazo lastreados nas hipotecas (*asset backed commercial papers*), de três a seis meses, com ativos em carteira referentes aos pagamentos imobiliários futuros que tinham prazos maiores, de até trinta anos. São considerados derivativos que se sustentam fortemente na especulação, sendo um mecanismo que envolve compradores e vendedores de proteção, onde uma das partes (os vendedores) assinam contratos onde prometem o pagamento da dívida à outra parte (os compradores), caso haja uma obrigação não paga, ou

um risco de falência de uma instituição. (LAPAVITSAS, 2013a; TORRES FILHO e BORÇA JR., 2008)

Os CDSs têm crescimento expressivo dentre a formação da bolha, em especial em seu ápice, como mostram os dados da tabela 2:

**Tabela 2 – Credit default swaps, valor nocional pendente, em (\$bi)**

<b>Jun 2005</b>	<b>Dez 2005</b>	<b>Jun 2006</b>	<b>Dez 2006</b>	<b>Jun 2007</b>
10.211	13.903	20.352	28.650	42.850

**Fonte:** adaptado de Lapavitsas, C. (Ed.). **Financialization in crisis**. Haymarket Books, 2013. (p. 39)

Em suma, os fundos SIVs e CDOs são produtos financeiros estruturados que transformam e empacotam ativos, utilizando como meio as operações *off balance*, diminuindo a captação das instituições financeiras na venda de títulos de menor qualidade. Para os bancos, estes mecanismos significaram uma forma de contornar os Acordos de Basileia<sup>8</sup>, sem corromper seus balanços bancários ao transferir os riscos de crédito para os mercados de capitais e outros investidores. Através destes fundos, os créditos *subprime* passam a ser investimentos interessantes com alto nível de retorno, se respaldando nos mecanismos de *hedge* de diluição de riscos. (TORRES FILHO e BORÇA JR., 2008)

A atuação bancária, se voltando para as finanças, passa a confiar numa associação forte com modelos matemáticos. Através da coleta de informações sobre os consumidores, como idade, renda, ativos, etc., se formulavam estatísticas (pontuações de crédito) que eram utilizadas para projetar riscos e aprovar empréstimos. No caso das hipotecas *subprime*, estas consistiam em hipotecas cuja pontuação de aprovação estava muito abaixo da hipoteca tradicional: havia casos de hipotecas “NINJA”, um acrônimo para “*no income, no job and no assets*” – tomadores de empréstimo sem renda, sem emprego e sem ativos. As hipotecas eram aceitas pois se baseavam na lógica da securitização: mesmo no caso das *subprime*, com

---

<sup>8</sup> Os Acordos de Basileia foram acordos de supervisão bancária, restritivos no que tange à alavancagem bancária. O primeiro, assinado em 1988 (conhecido como Basileia I), tinha como objetivo central criar exigências mínimas de capital para as instituições financeiras – assim, tentando se opor ao risco de crédito. O segundo, assinado em 2004 (conhecido como Basileia II), foi construído no sentido do primeiro: promover estabilidade monetária e financeira, tentando reforçar a regulação em relação aos riscos de mercado e crédito. Os acordos eram direcionados especialmente aos bancos, com pilares complementares: “*i) requerimentos de capital para risco de crédito, mercado e operacional; ii) revisão pela supervisão do processo de avaliação da adequação de capital dos bancos; e iii) disciplina de mercado*” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018). Houve, como resposta à crise financeira estudada no presente trabalho, um terceiro Acordo de Basileia, visto que os dois anteriores se mostraram insuficientes para impedir a atuação predatória dos mercados financeiros. Em Basileia III, buscou-se aprimorar a atuação bancária, com os chamados ajustes prudenciais e tentando garantir outras exigências mínimas de capital. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018)



pontuação de crédito baixa, os ativos “perderiam” seu risco através da “diluição” do mesmo. (LAPAVITSAS, 2009b)

Durante a formação da bolha, era dito que os bancos garantiriam uma impecável diluição e empacotamento dos riscos, se utilizando de esquemas matemáticos e prometendo forte estabilidade no mercado financeiro – principalmente através dos mecanismos de securitização de recebíveis. Na realidade, segundo Lapavistas (2009b), “[os bancos] estavam simplesmente dando uma forma diferente ao risco para os SIVs, fundos de hedge, etc. Quando as inadimplências começaram, o verdadeiro alcance do risco se tornou visível [...]” (p. 140, tradução nossa). Isso implica a perda de limites tangíveis para os empréstimos, onde se garantiriam riscos que estivessem de fato sob o controle bancário. As hipotecas e outros mecanismos de crédito eram avaliados por empresas de *rating*, que eram pagas pelos bancos, lhes garantindo altas notas e segurança aos *securities* de toda sorte. Os *securities* eram, então, repassados a investidores públicos e privados em toda parte do mundo, garantindo lucros extraordinários aos bancos e instituições financeiras. (LAPAVITSAS, 2009b)

Ao se fazer uma análise factível da mais recente crise financeira do capitalismo global, demanda-se uma busca pelos agentes financeiros que fizeram parte dos mercados e investimentos. O sistema financeiro norte-americano, durante os anos 2000, estava fortemente centralizado em instituições que detinham rendimentos anuais expressivos. Os atores se dividem em agências de venda de hipotecas, fundos de investimento, fundos mútuos, conglomerados financeiros, fundos *hedge*, companhias de títulos e seguros, agências de *rating*<sup>9</sup>, etc. (CINTRA e CAGNIN, 2007; TORRES FILHO e BORÇA JR., 2008)

O conjunto destas instituições é conhecido como “*shadow banking system*”, um sistema financeiro que atua “às sombras” do sistema bancário tradicional. O *shadow banking system* goza de liberdades do que tange às “amarras” estruturantes de bancos, segundo Cintra e Farhi (2008):

[...] o *global shadow banking system* inclui todos os agentes envolvidos em empréstimos alavancados que não têm (ou não tinham, pela norma vigente antes da eclosão da crise) acesso aos seguros de depósitos e/ou às operações de redesconto dos bancos centrais. Esses agentes tampouco estão sujeitos às normas prudenciais dos Acordos de Basileia. Nessa definição, enquadram-se os grandes bancos de investimentos independentes (*brokers-*

---

<sup>9</sup> As agências de *rating* são parte importante do *shadow banking system*, principalmente porque passam a ter lucros crescentes conjuntamente à expansão da securitização de ativos. Estas agências foram responsáveis pela precificação de ativos financeiros de crédito e por lhes garantir notas, classificando créditos bancários como tendo baixo risco.

*dealers*), os *hedge funds*, os fundos de investimentos, os fundos *private equity*, os diferentes veículos especiais de investimento, os fundos de pensão e as seguradoras. Nos Estados Unidos, ainda se somam os bancos regionais especializados em crédito hipotecário (que não têm acesso ao redesconto) e as agências quase-públicas (Fannie Mae e Freddie Mac), criadas com o propósito de prover liquidez ao mercado imobiliário americano. (p. 37)

As vendas de hipotecas, conforme citado anteriormente, eram feitas principalmente por agências privadas, porém garantidas pelo governo dos Estados Unidos – as chamadas *government sponsored enterprises* (GSE) – como a Fannie Mae e a Freddie Mac. Se tratavam de companhias cujas ações eram negociadas em Bolsa de Valores, e tinham papel central de firmar estes contratos a longo prazo que seriam essenciais para as outras operações que seguiriam lastreadas nas hipotecas, fornecendo empréstimos e garantias e aprofundando o mercado de *mortgage-backed securities*. (CINTRA e CAGNIN, 2007; TORRES FILHO e BORÇA JR., 2008)

Os bancos comerciais passam a buscar formas de acumulação diferentes de outrora, em particular relacionadas ao aumento da concessão de crédito, sendo que, para isso, retiravam parte dos ativos de risco de seus balanços de forma a estar de acordo com o acordado em Basileia I e II, como citado anteriormente nesta seção. Por outro lado, os bancos também expandem sua atuação ao atuarem em fundos de investimento, ter produtos financeiros como seguros *hedge*, etc. Estas instituições passam a buscar novos instrumentos financeiros, inclusive se inserindo nos mercados de derivativos, tendo crescimento expressivo dos derivativos em seus portfólios, cuja porcentagem de 97,2% dos contratos estava concentrada em apenas cinco grandes bancos. Uma tendência da busca pela fuga das regulamentações foi de que outras instituições não-bancárias passavam a atuar de forma semelhante aos bancos, porém, sem estarem subjugadas aos Acordos e legislações. (CINTRA e FARHI, 2008)

A cena que temos até agora é a de que havia mecanismos extremamente sofisticados, que mostram o caráter complexo do mercado financeiro em sua busca por acumulação com base na especulação e geração de riquezas fictícias. A concessão de crédito pelas imobiliárias e instituições financeiras era garantida a famílias e indivíduos de todos os níveis socioeconômicos, clientes cujos contratos eram transferidos para bancos. Estes, por sua vez, transformavam estes e outros contratos – de natureza diversa – em títulos, ganhando uma roupagem diferente, sendo considerados seguros e bem avaliados pelas agências de *rating*. As instituições financeiras, então, distribuíam estes títulos a investidores do mundo todo, fazendo multiplicar os ganhos advindos desta compra e venda. Os títulos, as garantias colaterais, os

mecanismos de *hedge*, foram todos sendo negociados sob a lógica da diminuição dos riscos, proliferando a venda de créditos de baixa qualidade e as técnicas de transformação financeira. Os próximos passos deste trabalho serão analisar o porquê e de que forma este emaranhado financeiro ruiu, no que, como sabemos, vem a se desdobrar numa crise financeira de proporções globais, bem como buscar visualizar o desenrolar da mesma em diferentes esferas da vida humana.

### 3.2. O estouro da crise e abalos no sistema financeiro mundial

É possível afirmar que a desaceleração do mercado imobiliário norte-americano após o *boom* de 2006 foi o ponto de início da crise. Os empréstimos hipotecários tiveram forte crescimento entre 2001 a 2003, mantendo bom ritmo até o ano de 2006, como mostrou anteriormente a tabela 1, com crescimento das hipotecas *subprime*. Com o crescimento do valor das casas, muitas famílias e indivíduos eram levados a refinarciar suas casas, o que teve como desdobramento uma queda das poupanças privadas disponíveis, rumando a zero. O aspecto da diminuição das poupanças privadas é desdobramento do alto grau de envolvimento dos indivíduos e famílias no sistema financeiro, elevando o endividamento pessoal. A tabela 3 a seguir traz dados que corroboram com o argumento supracitado, mostrando a decadência das poupanças privadas nos Estados Unidos, entre 2000 a 2007:

**Tabela 3 - Poupanças pessoais, EUA, 2000-7**

Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Poupança (em \$bi)</b>	168,5	132,3	184,7	174,9	181,7	44,6	38,8	42,7
<b>Poupança em % da renda disponível</b>	2,3	1,8	2,4	2,1	2,1	0,5	0,4	0,4

**Fonte:** adaptado de Lapavitsas, C.; *Financialised capitalism: Crisis and financial expropriation*. *Historical Materialism*, v. 17, n. 2, p. 114-148, 2009b, p. 118.

A política monetária conduzida pelo *Federal Reserve* nos Estados Unidos é apontada como outro fator importante para o desdobramento da crise, em vários sentidos. O primeiro deles, por conta do cenário de desregulamentação, onde se garantia à esfera privada os ativos de especulação, securitizados e os derivativos. Os agentes financeiros (instituições privadas e grandes investidores, principalmente) passaram a enfrentar cada vez menos restrições no que

diz respeito à política monetária aplicada pelo *Federal Reserve* norte-americano. Isto impactou diretamente a formação da bolha especulativa aqui discutida, pois o processo de transformação financeira e o mecanismo de refinanciamento de crédito foram executados sem controle algum do Estado norte-americano, crescendo em proporções que gerarão os resultados que são de conhecimento comum. (DUMÉNIL e LEVY, 2014)

Se voltarmos ao ano de 2002, pode-se ver que há queda da taxa de juros promovida pelo *Federal Reserve*, o que se dá particularmente com a bolha dos mercados acionários relativos às empresas de alta tecnologia (“ponto com”) e também aos ataques de 11 de Setembro, havendo subida apenas a partir de 2004 – vide tabela 4 abaixo. As taxas de juros tiveram queda a partir de 2001, impulsionando refinanciamentos e contratação de novos empréstimos hipotecários. Entre 2002-2004, os custos de crédito hipotecário estiveram em seu menor patamar, o que, juntamente com as transformações e inovações financeiras, faz com que se gere um grande *boom* do mercado residencial. A média anual de movimentações foi de US\$3 trilhões em novas operações (entre 2001 e 2006), tendo seu ápice em 2003<sup>10</sup>, chegando aos US\$4 trilhões. (GONTIJO, 2008; TORRES FILHO e BORÇA JR., 2008)

**Tabela 4 - Taxa de juros diretora de FED-Funds (2000-7)**

Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	6,24	3,88	1,67	1,13	1,35	3,22	4,97	5,02

**Fonte:** adaptado de Lapavitsas, C.; *Financialised capitalism: Crisis and financial expropriation*. *Historical Materialism*, v. 17, n. 2, p. 114-148, 2009b (p. 119)

O valor dos imóveis neste interim passa a cair, o que é justificado por Gontijo (2008) pelo crescimento da oferta anterior, o que gerou excesso de oferta e pressionou a queda dos preços. A queda foi de 5 a 10% em 2007, tendo como resultado a perturbação de todo o mercado *subprime* – que se sustentava na valorização imobiliária, para que fosse possível, por exemplo, o refinanciamento destas hipotecas. Tomadores de crédito passam a não efetuar seus pagamentos, sendo impedidos de refinanciar suas dívidas, gerando adversidades ligadas à inadimplência e execuções de hipotecas. Ao final de 2007, 2.1 milhões de pessoas tinham

<sup>10</sup> O ano de 2003 fica conhecido como o ano de *boom* imobiliário, havendo taxas de juros baixas – o menor nível em quarenta anos. No período a seguir, visualiza-se um movimento de elevação dos juros, o que resulta em dificuldades por parte das instituições financeiras em garantir o intenso ciclo imobiliário visto anteriormente. As hipotecas tinham suas taxas de juros pós-fixadas, eram flutuantes, o que implicava na alteração dos juros de pagamento em relação à taxa de juros base do governo estadunidense. A elevação gradual da taxa base gera um movimento desfavorável de inadimplência e das execuções das hipotecas. Este se torna um fato central para explicar a eclosão da crise.

seus pagamentos atrasados, e as taxas de *foreclosure*<sup>11</sup> eram bastante elevadas especialmente dentre as hipotecas *subprime*: totalizavam 7% das hipotecas, representando 42% das taxas de *foreclosure* contra as hipotecas de menor risco, que totalizavam 15% das hipotecas e apenas 20% de *foreclosure*. (LAPAVITSAS, 2009b)

A maior problemática advinda da inadimplência das hipotecas *subprime* era a de que estas passam a comprometer os outros *tranches* de menor riscos que compunham os CDOs, para além das SIVs. Como resultado, a crise passa a se espalhar nos outros setores hipotecários, fazendo com que investidores passassem a demandar resgate de suas aplicações, elevando as taxas de captação em relação à taxa básica do *Fed Funds*, gerando uma grande crise de liquidez para bancos e para a totalidade do sistema financeiro norte-americano. O excesso de *mortgage backed securities* nas carteiras dos bancos, pensado como um movimento passageiro, faz com que as MBSs e as SIVs problematizadas fossem incorporadas ao balanço dos bancos. Ao mesmo tempo, muitas instituições financeiras seguram os títulos, sob a lógica da transferência dos riscos aos investidores em última instância. Ao contrário, as perdas foram recaíndo sobre as grandes instituições, em especial as que originavam as MBSs e as instituições que asseguravam seus títulos contra perdas e quebras. (GONTIJO, 2008)

Para Lapavistas (2009b), a situação deve ser encarada como um importante paradoxo: os mercados estavam abarrotados de capital, porém com falta de liquidez. Em crises financeiras, o dinheiro passa a ocupar papel soberano, sabendo que o mercado está repleto de valor, porém, apenas o valor-dinheiro confere a liquidez desejada. A escassez de liquidez está ligada principalmente às instituições financeiras que passam a proibir o resgate das aplicações, acumulando em si o dinheiro.

Cronologicamente, há alguns eventos relevantes que marcam o decorrer da crise, tendo grande impacto na economia estadunidense, bem como em outras economias globais. Passaremos, portanto, a elencá-los, tendo em mente que os ocorridos têm severas consequências com o desenrolar da crise. Iniciamos em maio de 2007, quando a *Moody's*, *Fitch Ratings* e a *Standard & Poor's* (as agências de *rating* de maior porte e relevância) anunciam que os derivativos de hipotecas ganhariam notas mais baixas (de AAA para A+). Em agosto do mesmo ano, a *American Home Mortgage Investment Corporation* (10º banco

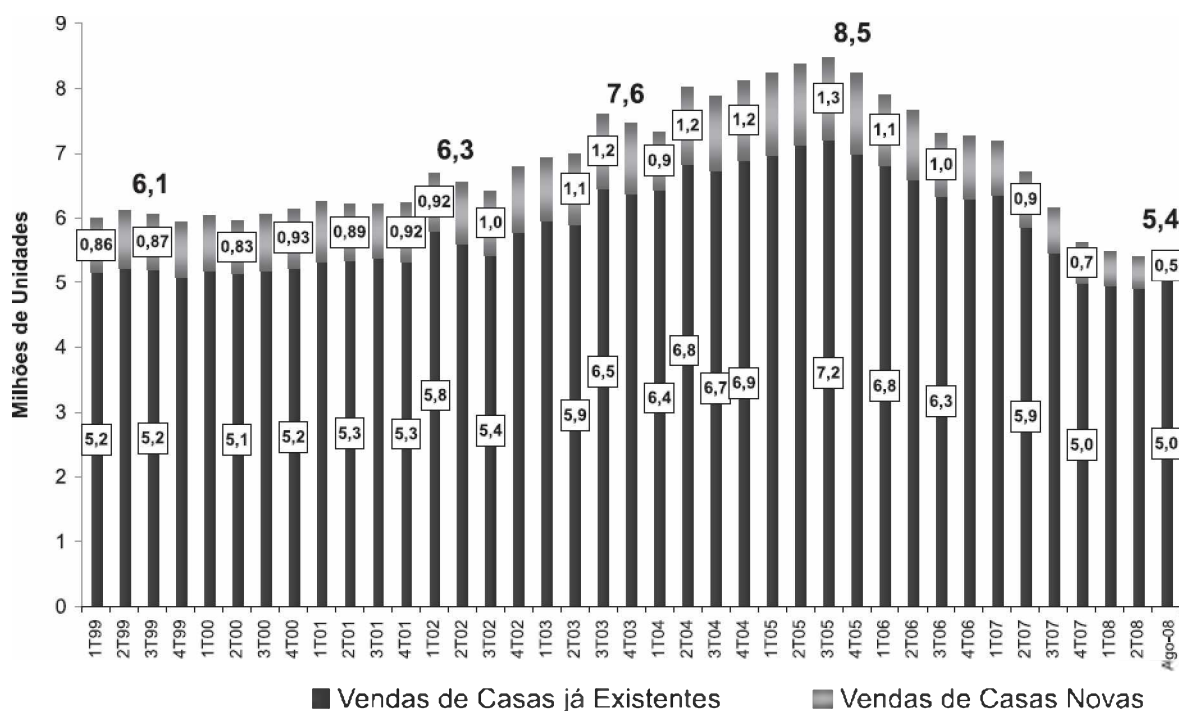
---

<sup>11</sup> Conhecido como “execução de hipotecas”, o termo *foreclosure* remete à tomada do imóvel pela instituição de financiamento no caso de não pagamento da hipoteca ou não cumprimento dos termos do contrato de financiamento, havendo ao final despejo do proprietário do imóvel que não tem condições de efetuar o pagamento.

hipotecário dos EUA) declara falência por conta da corrida contra os depósitos, seguida pelo banco francês BNP Paribas que congelou saque de seus três fundos *hedge*, sem ter condições de contabilizar a perda de seus ativos (CDOs). Este movimento do BNP Paribas desencadeia reações de grande abalo no mercado financeiro: muitas instituições financeiras perdem ações, há uma queda das bolsas de valores em todo o mundo. Neste momento, bancos do mundo passam a reter liquidez na tentativa de cobrir suas perdas, colapsando o interbancário, estando os bancos indispostos à realização de empréstimos entre si. (GONTIJO, 2008; KINGSLEY, 2012)

Com a onda de inadimplências, as empresas norte-americanas declaravam problemas em caixa, resultando numa forte crise de liquidez a partir de 2007. Mercados secundários de títulos referentes às hipotecas passam a ser assolados, bem como o sistema financeiro como um todo, visto tamanha relação entre as instituições. Isto influencia, por exemplo, o banco britânico *Northern Rock*, que não consegue revender os ativos securitizados das hipotecas que gerou, ficando com uma enorme dívida conjuntamente com uma crise de liquidez, resultando numa intensa corrida bancária na Inglaterra, a primeira em 140 anos. O banco fora nacionalizado em 2008, passando seus ativos para o Governo britânico. (KINGSLEY, 2012)

**Gráfico 2 - Venda de imóveis nos EUA (1999-2008) – dados trimestrais anualizados até Agosto de 2008**



Fonte: Torres Filho e Borça Jr., 2008, p. 145

A venda dos imóveis em janeiro de 2008 nos Estados Unidos sofre grande queda, havendo quase quatro milhões de casas não vendidas e quase 2,9 milhões de residências desocupadas. O gráfico 2 ilustra a trajetória de queda das vendas dos imóveis residenciais, havendo uma queda de 36,5% no período entre 2005-2008, no caso das casas existentes. Para imóveis novos, a queda foi ainda mais acentuada, marcando um descenso de 61,5% das vendas no mesmo período. Os preços passam a cair, havendo queda na demanda imobiliária.

Em março de 2008, o banco de investimentos *Bear Stearns* é salvo de uma iminente bancarrota sendo comprado pelo *JPMorgan*, após uma severa crise de liquidez. A fusão se deu com a compra de ações do quinto maior banco de investimentos dos Estados Unidos no momento por um preço de 10% de seu valor de mercado. Isto se deu através de uma linha de crédito gerada pelo Banco Central norte-americano, garantindo cerca de US\$30 bilhões ao banco JPMorgan para que fosse feita a aquisição do Bear Stearns. O FED, a partir de então, passa a tomar uma postura de intervenção no cenário da crise, visto que nenhuma das duas instituições envolvidas estavam sob a jurisdição do governo norte-americano. A solvência por parte do FED suscitou declarações em maio de 2008 de colonistas internacionais, bem como do secretário do Tesouro, Henry Paulson, de que o pior já havia passado. (TORRES FILHO e BORÇA JR., 2008)

Porém, em 7 de setembro de 2008, as GSE Fannie Mae e Freddie Mac – garantidoras de milhares de hipotecas *subprime* – declaram estarem problematizadas, pedindo socorro ao governo norte-americano. As agências mantinham cerca de 40% do mercado de hipotecas, com carteira de ativos na faixa dos US\$5 trilhões. As instituições recebem auxílio do Tesouro norte-americano, injetando cerca de US\$200 bilhões, sendo garantidas pelo governo. No dia 15 do mesmo mês, um grande pânico se alastra no mercado financeiro após a declaração de falência do banco Lehman Brothers (outro banco fortemente imbricado no mercado de hipotecas *subprime*), manifestando US\$ 640 bilhões de dívida. O pânico foi devido principalmente às declarações do governo norte-americano em não socorrer o banco, decisão tomada pelo Tesouro e o *Federal Reserve*. (LAPAVITSAS, 2009b; TORRES FILHO e BORÇA JR., 2008)

A decisão tomada gerou aprofundamento da crise, visto que outros bancos e empresas passam a não conseguir recursos ou empréstimos para solvência de suas dívidas, alastrando-se a desconfiança em relação ao sistema bancário norte-americano. A liquidez desapareceu completamente no mercado financeiro, com colapso das ações. No dia seguinte, o governo

norte-americano declara mudança de postura e garante US\$ 85 bilhões para garantir a *American Interregional Group* (AIG), grande empresa de seguros. O governo assumiu 80% das ações da seguradora. Outros bancos de investimento como o Merrill Lynch, Goldman Sachs e Morgan Stanley também declararam falência e recorrem à solvência de diversas formas. Merrill Lynch é adquirido pelo Bank of America por US\$ 50 bilhões e o Morgan Stanley e Goldman Sachs são transformados em *holding banks* pelo FED, acarretando em injeções de liquidez do governo norte-americano. (LAPAVITSAS, 2009b; TORRES FILHO e BORÇA JR., 2008)

A tabela 5 a seguir demonstra os prejuízos das maiores instituições financeiras inseridas na lógica dos ativos ligados às hipotecas norte-americanas. Os dados mostram uma perda total de cerca da US\$ 660 bilhões pela crise do *subprime*, sendo praticamente metade destas perdas relativas às cinco instituições mais afetadas (Wachovia, Citigroup, Merrill Lynch, Washington Mutual e UBS).

**Tabela 5 – Perdas anunciadas com a crise do subprime (em US\$ bilhões)**

	<b>Baixas contábeis</b>	<b>Aportes de capital</b>
Wachovia Corporation	96,7	11,0
Citigroup	68,1	74,0
Merrill Lynch	58,1	29,9
Washington Mutual	45,6	12,1
UBS	44,2	32,2
HSBC	27,4	5,1
Bank of America	27,4	55,7
JPMorgan Chase	20,5	44,7
Wells Fargo & Company	17,7	30,8
Morgan Stanley	15,7	24,6
Lehman Brothers	13,8	13,0
IKB Deutsche	13,8	11,3
Royal Bank of Scotland	13,6	57,0
Deutsche Bank	9,7	5,9
Credit Suisse	10,0	3,0
Outros	275,3	236,0
<b>Total</b>	<b>660,9</b>	<b>635,3</b>

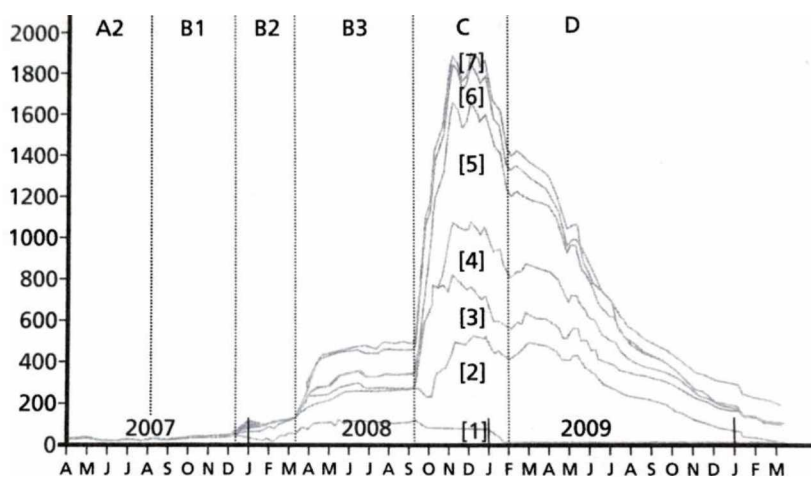


Fonte: adaptado de Torres Filho e Borça Jr., 2008, p. 147

Ao final de 2008, o Tesouro norte-americano adotou o *Troubled Asset Relief Program* (TARF), plano de US\$ 700 bilhões destinado à compra de ativos podres a fim de estancar a questão da quebra generalizada. Seria uma maneira de retirar do balanço das instituições estes ativos podres, sendo aprovado pelo Senado e Câmara dos Estados Unidos. Seguido do plano, a taxa de juros norte-americana foi reduzida, tentando garantir injeção de liquidez mais uma vez nos mercados. Outros programas (conhecidos como *facilities*) foram aprovados no decorrer da crise, como o *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF), o *Money Market Investor Funding Facility* (MMIFF), o *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Fund* (ABCPMMMFLF), também conhecido como AMLF. (LAPAVITSAS, 2009b; TORRES FILHO e BORÇA JR., 2008)

Outros bancos centrais também injetaram montante de dinheiro em seus respectivos mercados financeiros, como foi o caso do Banco Central Europeu (BCU) com intervenção de US\$ 313 bilhões, e o Banco do Japão, com auxílio de US\$ 13,5 bilhões. Estas tentativas dos governos de contenção da crise que se inicia no setor imobiliário ilustram a postura intervencionista destas instituições centrais, mesmo sob a égide da economia de livre mercado. O gráfico a seguir, retirado de Duménil e Levy (2014), ilustra as diversas formas de intervenção do *Federal Reserve* dos Estados Unidos:

**Gráfico 3 - Ajuda ao setor financeiro pelo Federal Reserve (em bilhões de dólares)**



- Acordo de recompra [1]
- Term Auction Facility [2]
- Outros empréstimos [3]
- Commercial Paper Funding Facility [4]
- Swaps de moeda [5]
- Term Security Lending Facility [6]
- Outros [7]

Fonte: Duménil e Levy (2014, p. 244)

Em seu trabalho, os autores particionam o período de 2007 a 2009 em seis fases em que ocorreu ajuda de alguma forma do *Federal Reserve* às instituições financeiras e bancos. Nos utilizando das seções feitas dentro do período pelos autores, o gráfico 3 acima demonstra que durante as fases B1, B2 e B3 as medidas tomadas foram se intensificando, estas relativas principalmente à questão da liquidez. A fase B foi marcada por ajuda do Federal Reserve de apoio ao sistema financeiro, na tentativa de garantir menores restrições aos empréstimos, diminuindo a crise de liquidez. A seção C, por outro lado, marca o aprofundamento da crise, mais ao final do ano de 2008. As ações tomadas neste período (C) se voltam a salvar instituições financeiras através de empréstimos e de participação em capital. As agências federais passam a segurar empréstimos às instituições, com apoio do Tesouro (por exemplo através do Programa Suplementar de Financiamento do Departamento do Tesouro). É neste período que ocorre o empréstimo ao JPMorgan para fusão com o banco Bear Stearns e também o resgate de Freddie Mac e Fannie Mae, bem como o auxílio à AIG. (DUMÉNIL e LEVY, 2014)

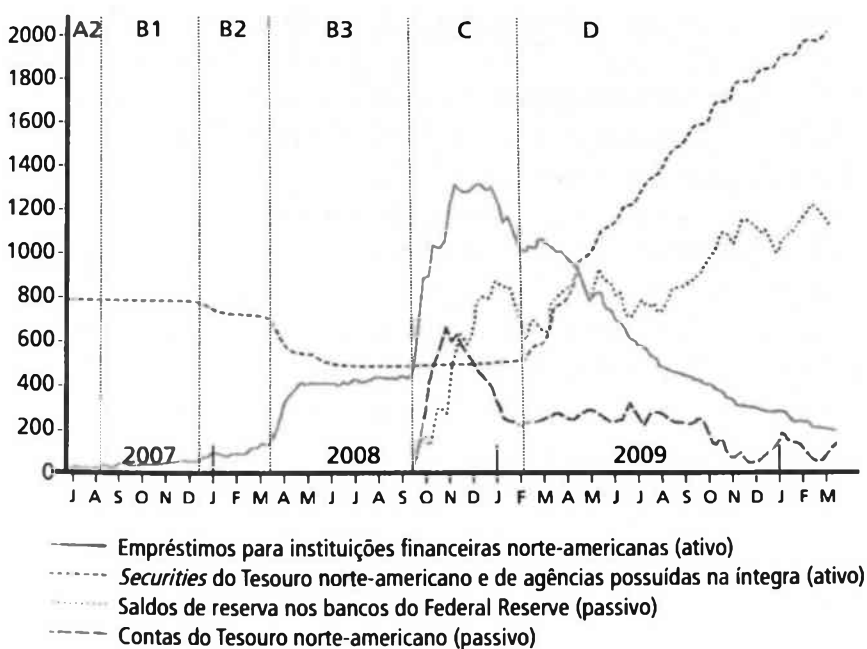
Os auxílios atuavam principalmente em duas frentes: a da resolução dos problemas de liquidez para que se evitasse a falência e a do apoio aos novos empréstimos, estimulando a demanda e a atividade econômica. Assim sendo, para a primeira frente, as agências federais passaram a: a) tomar medidas como a compra de dívidas podres, b) ofertar novos empréstimos a instituições financeiras, c) comprar participação em capital de instituições financeiras (uma forma de nacionalização), e d) ajudar as aquisições de instituições. Para a segunda frente, o Tesouro, o FED e outras agências federais passam a: e) garantir abertura de empréstimos com facilidade para corporações financeiras que ofereciam novo crédito a famílias ou outras empresas – tendo como finalidade o estímulo de empréstimos para a economia, f) auxílio direto às famílias através de subsídios ou redução de impostos, e g) compra de MBSs, abraçando os mecanismos privados, transformando-os em ativos públicos, assim, garantindo os processos de transformação financeira. (DUMÉNIL e LEVY, 2014)

O legislativo norte-americano também se envolveu em socorrer as instituições: foram aprovadas, durante o ano de 2008, duas leis referentes à recuperação do setor. A primeira delas, a Lei de Habitação e Recuperação Econômica (julho de 2008), buscava expansão do seguro de refinanciamento de hipotecas, criando-se a Agência Federal de Refinanciamento Imobiliário (FHFA), regulando e intervindo em instituições como a Fannie Mae, Freddie Mac

e bancos federais. A segunda legislação aprovada foi a Lei de Estabilização Econômica de Emergência (Setembro de 2008), também conhecida como “Plano Paulson”, com o intuito de comprar dívidas ilíquidas e ações das empresas e instituições financeiras em crise. Através do Plano Paulson, até outubro de 2008, nove grandes bancos haviam sido resgatados, em especial o conglomerado Citigroup, com uma injeção de US\$ 25 bilhões em dezembro de 2008 e mais US\$ 20 bilhões através de outro programa. (DUMÉNIL e LEVY, 2014)

Em 2009, as várias categorias de auxílio do Federal Reserve diminuíram, o que demonstra a alteração da postura da instituição frente à crise financeira. É possível analisar através do gráfico 4 alguns dos componentes do balanço do FED, que mostram que a variável de empréstimos para setores financeiros e as *securities* do Tesouro tiveram movimentos opostos. Isto elucidava a questão de que através da garantia dos empréstimos tomados do Federal Reserve se elevava a venda de *securities* do Tesouro: “Os empréstimos alimentam os saldos das reservas de instituições financeiras, enquanto a venda de *securities* para as mesmas instituições drenam as mesmas reservas [...]” (Duménil e Levy, 2014, p. 252). Assim sendo, a fase D implica uma transformação da ajuda do FED, passando a deter *securities*, e sustentando a securitização, se transformando num “comprador em última instância” dos títulos, não apenas “emprestador em última instância” e “investidor em última instância” como outrora.

**Gráfico 4 – Ativos e exigíveis do Federal Reserve (bilhões de dólares, por semana)**



Fonte: Duménil e Levy (2014, p. 251)

**Tabela 6 – Perdas em securities (em bilhões de dólares, estimativa do Banco da Inglaterra)**

	<b>Estados Unidos</b>	<b>Zona do euro</b>	<b>Grã-Bretanha</b>	<b>Três zonas</b>
<b>Abril de 2008</b>	739	443	97	1.278
<b>Outubro de 2008</b>	1.577	1.010	189	2.776

Fonte: Duménil e Levy (2014, p. 268)

O alastramento da crise a partir de 2008 se dá de forma ampla e generalizada. O capitalismo global se vê, a partir daí, em crise, de países centrais à periferia. Por todo o mundo pode ser vista a queda de bancos, instituições financeiras, seguradoras, etc., além de movimentos de queda nas bolsas de valores das mais diversas regiões – expressões da intensa globalização financeira construída nas décadas anteriores. A queda das ações de forma sincronizada nos mercados reflete o agravamento da crise e seu caráter globalizado. A tabela 6 explicita as perdas em *securities* em três grandes regiões: Estados Unidos, Zona do Euro e Grã-Bretanha.

### **3.3. Regulação como prevenção de novas crises?**

A crise financeira foi gestada nos Estados Unidos, relacionada diretamente aos instrumentos financeiros e atuação neoliberal desse mercado. A globalização da finança e mundialização dos investimentos trouxe consigo um considerável potencial de fragilidade generalizada, onde ativos ditos “diluidores de risco” foram sendo comprados e vendidos ao resto do mundo. A crise financeira vista no coração do mercado financeiro estadunidense teve desdobramentos múltiplos em outros países do centro e em países periféricos, inclusive tendo impactos severos no comércio internacional. Bancos centrais de outros países – como o Banco do Japão, Banco da Inglaterra e Banco Central Europeu – efetuaram políticas de empréstimo ao setor financeiro e de criação de liquidez.

A expansão do setor financeiro se deu de forma bastante desordenada e generalizada, com inovações financeiras como a securitização e seus derivativos que geraram a criação de riqueza fictícia e, como consequência, severa instabilidade dos mercados financeiros. Há uma discussão relevante a ser feita, ainda, no presente trabalho, acerca da relação do Estado com os mercados financeiros, e da possibilidade da prevenção de novas crises.

De uma forma geral, o Estado tem papel relevante no decorrer da crise de 2008 aqui estudada. Como consta em Duménil e Levy (2010), segundo Marx, o Estado refere-se à

instituição que emana interesses das classes dominantes e controla diversos instrumentos, cujo uso se vale ao exercício de poder. O caráter de classe das relações econômicas contemporâneas pode ser traduzido hoje nas relações de poder construídas sobre a base neoliberal, onde se observa o poder das finanças. Historicamente, com a transição de um capitalismo dos “Anos Dourados” para um capitalismo financeirizado, vemos a relação do Estado na garantia e manutenção de certas estruturas de acumulação e centralização de capital. A liberdade pregada pelo avanço neoliberal se sustenta somente quando balizada pelo suporte dos Estados nacionais, no que tange tanto à intervenção estatal (na forma de política econômica), quanto de políticas internacionais que calcam os processos de dominação de classe a nível global.

Para Duménil e Levy (2010), não há contradição real entre a dominação financeira e os Estados, sendo esta uma afirmação bastante reiterada por defensores da ordem liberal. Ao estudarmos a crise financeira de 2008, pode-se ver que a intervenção estatal foi o que garantiu a ordem financeira como tal. Vê-se um ambiente favorável à classe ligada às finanças, sabendo que uma miríade de estruturas garantidas pelos Estados sustenta a acumulação financeira, inclusive pressionando as economias reais para garantir lucros extraordinários. As implicações geradas pela crise vão desde uma devastação das instituições financeiras até um forte impacto nas economias reais. Há um número diverso de autores que reiteram saídas as mais diversas para a prevenção de outras crises financeiras, hoje já há uma década do estouro da crise de 2008.

O artigo de Kregel (2006) discorre sobre as possibilidades de alterar os mecanismos do mercado financeiro a partir de um novo Acordo de Basileia, analisando as adequações feitas pelos dois anteriores. As hipóteses sustentadas pelo trabalho são de que o Acordo de Basileia II não conseguiu garantir a estabilidade das instituições financeiras, pelo contrário, fortaleceu as tentativas de “fuga” à desregulamentação, voltando-se aos investimentos de risco e operações fora de balanço (*off-balance sheet*) ao redor do globo. A prática de *hedging*, dita diluidora de riscos, é utilizada de forma a perpetuar mecanismos capitalistas pelo mercado financeiro, tendo como objetivo a especulação para além dos ativos tradicionais. Não há mecanismos que regulem a variedade de desdobramentos financeiros, ou mesmo o controle do endividamento do setor financeiro.

Como resposta, foi assinado o Acordo de Basileia III em dezembro de 2010, com objetivos centrais de garantir maior cobertura de riscos dos mercados de capitais, fortalecendo

a capacidade dos bancos de lidar com choques financeiros. Assim, a tentativa de aumentar os fundos próprios das instituições financeiras e de crédito – elevando a alavancagem e liquidez das instituições, criando “colchões” de conservação de capital – viria no sentido de garantir menores prejuízos e quebraadeiras das instituições.

Ao tecer elementos que sustentem a efetividade ou não dos Acordos de Basileia e de outros mecanismos regulatórios, deve-se compreender a natureza destes e, principalmente, a natureza da atuação dos sistemas bancário e financeiro. Considerando que estes sistemas, ao terem seu funcionamento restringido de alguma forma, buscam saídas alternativas, isto se dá a partir de conhecimento posterior das normas, leis e regras dos Acordos. O limite da regulação está de acordo com os limites do conhecimento anterior, e, desta forma, busca-se saídas alternativas às regulações, dando luz ao que conhecemos como inovações financeiras. Se consideramos que as instituições historicamente burlaram normas pré-estabelecidas, isto se dá na busca por lucro e valorização do capital, sendo, portanto, um traço do que conhecemos como sistema capitalista.

Se partimos de Chesnais (1998), temos que a desregulamentação se torna característica sistêmica da fase de capitalismo globalizado, que cria uma série de mecanismos que retiram as amarras à acumulação. A proliferação das inovações financeiras se sustenta sob a lógica da desregulamentação dos fluxos financeiros, trazendo riscos exponenciais às atividades financeiras, sem que sejam perturbadas por intervencionismos ou outras dificuldades. As transformações financeiras e sua internacionalização galgam uma trajetória de desvencilhar-se das orientações e regulamentações, o que ocasiona movimentos de distúrbio e crises deste setor como vem sendo historicamente verificado.

Finalmente, é com o trabalho de Lapavitsas (2013b) que passamos a compreender a inefetividade da regulação na contenção de futuras crises financeiras. Para o autor, “[a] financeirização não é o resultado de políticas; não resultou de uma suspensão das regulações financeiras; não é uma tendência que poderia ser lidada apenas através de mudanças regulatórias” (p. 802, tradução nossa). Uma mudança real do campo econômico, no que diz respeito à apropriação pública sobre o privado, por exemplo, poderia confrontar a lógica da liberdade de movimentação de capitais da financeirização. Em outras palavras, a defesa que se faz é a de que as políticas de regulação por si só não trariam um funcionamento ordenado e subordinado das finanças. Apenas através de uma lógica diferente de atuação econômica é que se confrontaria a financeirização, a instabilidade da esfera das finanças e a possibilidade

de novas crises. O autor sugere que se estabeleça uma maior presença dos bancos públicos, a fim de se desligarem da lógica especulativa; além de buscar o poder da propriedade pública em bases econômicas diferentes das atuais, retirando, por exemplo, o enlace das famílias e indivíduos com ativos financeiros e dívidas ligadas às finanças.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho se ocupou de tentar compreender os atuais mecanismos de acumulação de capital, buscando nos teóricos críticos análises que associam o capitalismo contemporâneo com o domínio das finanças. As alterações na economia global trouxeram à tona uma nova fase do capitalismo, de mundialização financeira e financeirização do processo de geração de riqueza. Os movimentos financeiros observados na contemporaneidade apresentam autonomia apenas relativa frente à economia real. Sabe-se que o processo de acumulação através da esfera financeira está intrínseco aos movimentos especulativos, de geração de riqueza fictícia.

Após buscar elementos teóricos na teoria de Karl Marx e elementos históricos no levantamento das inovações financeiras e alguns de seus desdobramentos, torna-se possível estabelecer uma série de relações entre o funcionamento da categoria capital fictício de Marx e as formas financeiras que surgem a partir da década de 1970 e perduram até os dias de hoje. A categoria capital fictício demonstra uma lógica de funcionamento da geração de valor que pode auxiliar na compreensão das operações financeiras dentro da atual fase financeirizada do capitalismo. A teoria de Marx tem valor explicativo ainda nos dias de hoje, inclusive se buscamos análises pela ótica da dialética de Marx. Os novos produtos financeiros tratam-se de inovações que, através da valorização especulativa e fictícia, geram valor fictício, sendo, ao mesmo tempo, valor real, material.

Os lucros que tais operações financeiras geram são reais em sua aparência, porém, quando observados pela perspectiva de sua essência, são fruto de um processo de acumulação através da especulação. Este processo, por sua vez, traz impactos reais sobre as economias de todo o globo, como foi abordado utilizando a crise financeira de 2008. Trata-se de tarefa incompleta buscar os pormenores deste processo de acumulação de riqueza fictícia sem levantar elementos políticos que trazem à tona as atuações de política econômica dos Estados Unidos e sua ânsia pela tomada de poder hegemônico global, que reside sobre a ótica das finanças. O termo “mundialização financeira” sugere uma relação econômica entre países muito mais estreita que outrora, compreendendo que a economia estadunidense se coloca no centro dos mercados financeiros globais.

O conceito de *financeirização*, defendido por diversos autores críticos, se desenvolvido lado a lado com a teoria marxiana, mostra que, durante o espaço temporal da década de 1970 em diante, ascende a lógica do capital fictício. O funcionamento das



inovações financeiras se expande através da liberalização e desregulamentação por todo o Sistema Internacional, trazendo à tona as contradições intrínsecas ao modo de produção capitalista. Sabe-se que a lógica especulativa aguça instabilidades no plano econômico, o que se identifica nas diversas crises financeiras visualizadas a partir da década de 1980. A crise do setor imobiliário estadunidense e das hipotecas *subprime* em 2008 reflete o intenso (ainda que não total) descolamento relativo do mundo das finanças da produção de riqueza material, além de demonstrar o alto grau de envolvimento das famílias e indivíduos com a esfera financeira. As contradições entre capital e trabalho e a redistribuição do valor excedente tornam-se evidentes a cada estudo configurado no entendimento destas crises financeiras, em especial a de 2008, que tem reverberações internacionais e se estende por período de tempo bastante longo, com impactos que ainda hoje se desenrolam.

Compreendendo que a lógica especulativa apresentada pelas inovações financeiras da década de 1970/1980/1990/2000 traz consequências reais às economias globais, torna-se relevante estudar a Crise provocada pelo setor financeiro em seus títulos hipotecários norte-americanos em 2008. Vê-se uma tendência global e histórica de ascensão da autonomização da valorização do capital ligado à esfera financeira em relação ao capital real. Este capital do mundo das finanças se trata, principalmente, do capital fictício estudado na seção que busca levantar elementos teóricos de Marx e d'*O Capital*. Portanto, a valorização deste capital se relaciona cada vez menos à esfera da produção material.

Ao mesmo tempo, as inovações de cunho financeiro, mesmo que se descolem parcialmente da produção de valor real, têm papel fundamental no ditar da lógica produtiva. Ou seja, pode-se dizer que, na contemporaneidade, a produção de riqueza e valor através do trabalho está subjugada à lógica da acumulação financeira. Mais do que isso, esta última jamais sofrerá debacles sem que isto se reflita de imediato na geração de riqueza material e, portanto, na criação do próprio valor que a alimenta. Isto traz consequências relevantes para o estudo das crises financeiras, já que se compreende que, na fase financeirizada do capitalismo contemporâneo, há uma predominância da instabilidade gerada pela finança, trazendo à tona cada vez mais as contradições das bases constituintes do modo de produção capitalista: o caráter social da produção e o caráter privado da apropriação.

Vê-se que a expansão dos mercados financeiros globais se deu de forma desordenada, desregulamentada. As inovações financeiras representam, em sua maioria, tentativas de agentes financeiros em escapar de regulamentações outrora presentes, como é o caso das

inovações da década de 60, em especial os Certificados de Depósito Bancários (CDBs), que buscavam fuga do engessamento promovido pelas regulações nacionais dos Estados Unidos. O mesmo pode ser visto, já nas mais recentes inovações financeiras, com exemplo das operações *off balance*, como a criação dos fundos SIV. Este sistema se gera e se sustenta através de medidas de cunho neoliberal promovidas pelos Estados e endossadas pelos agentes econômicos, em busca de acumulação extraordinária no mundo das finanças.

Mesmo contando com a desregulamentação, os mercados financeiros, quando tomados por uma severa crise de liquidez e estabilidade, como no caso da crise de 2008, recorreram aos Estados-nacionais – em especial o Estado norte-americano – para tentativa de salvação e reversão daquele momento de quebra generalizada das instituições. Como apontado anteriormente, o Estado norte-americano se tornou emprestador de liquidez, comprador de ativos podres e investidor em última instância. As instituições – conhecidas como “*too big to fail*” – contaram com apoio inclusive legislativo para se reestabelecerem, de forma a não quebrar o sistema como o conhecemos.

A garantia das instituições se deu, fundamentalmente, por conta da necessidade da manutenção da esfera financeira e da existência de crédito para o funcionamento do sistema capitalista. É impensável para o campo econômico questionar a convicção de que as agências, bancos, fundos de *hedge*, etc. devem ser mantidas, visto que tratam de instituições sacrossantas para que a acumulação capitalista se perpetue na contemporaneidade. A dominância financeira representa um pilar fundamental da atividade econômica capitalista hoje, devendo ser garantida mesmo depois de uma série de choques e uma profunda crise advinda de uma bolha especulativa alimentada pelos próprios agentes financeiros.

Finalmente, o trabalho aqui apresentado, na tentativa de apresentar as transições econômicas, as inovações financeiras, elementos sobre a crise do *subprime* e também alguns de seus desdobramentos, examina em seu cerne as contradições de um sistema econômico desigual, de acumulação centralizadora, de inconstâncias e instabilidades agudas. Os riscos promovidos pela especulação financeira podem trazer abaixo a organização do sistema capitalista, por exemplo através de uma devastadora crise financeira que se deu por “equivocos” de agentes financeiros, sendo solucionada pelos Estados nacionais, afinal. Como desdobramento, temos impactos sociais, políticos e econômicos ainda a serem estudados e debatidos, tendo em mente o caráter crítico da análise acerca do processo de financeirização do Sistema Internacional.

## REFERÊNCIAS

- ANFAC. **O que é Securitizadoras?** Disponível em: <<http://www.anfac.com.br/v3/securitizadoras.jsp>>. Acesso em: 26 nov. 2018.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Recomendações de Basileia**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/fis/supervisao/basileia.asp/>>
- BRAGA, José Carlos de S.; CINTRA, Marcos AM. Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. **O poder americano**. Petrópolis: Editora Vozes, p. 253-307, 2004.
- BRUNHOFF, Suzanne de. **A moeda em Marx**. Rio de Janeiro: Paz e terra, 1978.
- CARCANHOLO, Reinaldo e NAKATANI, Paulo (1999). **O Capital Especulativo Parasitário: uma precisão teórica sobre o capital financeiro, característico da globalização**. Disponível em: <http://sites.uol.com.br/carcanholo>
- CARCANHOLO, Reinaldo e SABADINI, Maurício (2009). “Capital Fictício e Lucros Fictícios”. In: **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, no 24, pp. 41-65, Rio de Janeiro, junho.
- CARCANHOLO, Reinaldo. **Capital: essência e aparência**. São Paulo: Expressão Popular, v. 2, 2013a.
- \_\_\_\_\_ (2013b). “Marx, Ricardo e Smith: sobre a Teoria do Valor Trabalho”. Vitória: EDUFES, 2013.
- CARVALHO, Fernando Cardim de (2004). “Bretton Woods aos 60 anos”. In: **Novos Estudos Cebrap**, n.70. Disponível em: [www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/bretton\\_woods\\_aos\\_60\\_anos.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/bretton_woods_aos_60_anos.pdf) [acesso em: nov. 2018]
- CHESNAIS, François (1996). **A Mundialização do Capital**. São Paulo: Xamã.
- \_\_\_\_\_ (1998). “Mundialização Financeira e Vulnerabilidade Sistêmica”. In: CHESNAIS, François (org.) **A Mundialização Financeira**. São Paulo: Xamã.
- \_\_\_\_\_ (2003). “A ‘Nova Economia’: uma conjuntura própria à potência econômica estadunidense”. In: CHESNAIS, François et. al. **Uma Nova Fase do Capitalismo?** São Paulo: Xamã, 2003.
- \_\_\_\_\_ (2005). “O Capital Portador de Juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos”. In: CHESNAIS, François (org.) **A Finança Mundializada**. São Paulo: Boitempo.
- \_\_\_\_\_ (2010). “A proeminência da finança no seio do ‘capital em geral’, o capital fictício e o movimento contemporâneo de mundialização do capital”. In: BRUNHOFF, Suzanne de et. al. **A Finança Capitalista**. São Paulo: Alameda.

- \_\_\_\_\_ (2008). “El fin de un ciclo: alcance y rumbo de la crisis financiera.” **Filosofía, política y economía en el Laberinto**, n. 26, p. 69-86, 2008.
- CINTRA, Marcos Antonio Macedo et al. **As transformações na estrutura do sistema financeiro dos Estados Unidos: a montagem de um novo regime monetário-financeiro (1980-1995)**. 1997.
- \_\_\_\_\_ (2000); A dinâmica do novo regime monetário-financeiro norte-americano: uma hipótese de interpretação. **Estudos Avançados**. 14 (39).
- CINTRA, Marcos Antonio Macedo; CAGNIN, Rafael Fagundes. Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas. **Revista Econômica**, v. 9, n. 2, 2007.
- CINTRA, Marcos Antonio Macedo; FARHI, Maryse. A crise financeira e o global shadow banking system. **Novos estudos-CEBRAP**, n. 82, p. 35-55, 2008.
- CORRÊA, Vanessa Petrelli (1996). “A estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo ao investimento”. Tese de doutoramento, IE/ Unicamp. In: **Economia Teses e Dissertações**. Uberlândia: UFU.
- DUMÉNIL, G. e LÉVY, D. Superação da Crise, Ameaças de Crises e Novo Capitalismo. In: CHESNAIS, F. et. al. **Uma Nova Fase do Capitalismo?** São Paulo: Xamã, 2003.
- \_\_\_\_\_. A finança capitalista: relações de produção e relações de classe. In: BRUNHOFF, Suzanne de et. al. **A Finança Capitalista**. São Paulo: Alameda, 2010.
- \_\_\_\_\_. A crise do neoliberalismo. São Paulo: Boitempo, 2014.
- FANETTI, Richard (1998). “*O Papel dos Fundos de Pensão e de Investimentos Coletivos Anglo-Saxônicos no Desenvolvimento das Finanças Globalizadas*”. In: CHESNAIS, François (org.) **A Mundialização Financeira**. São Paulo: Xamã.
- FARHI, M. **O futuro no presente: um estudo dos mercados de derivativos financeiros**. Campinas: UNICAMP. Instituto de Economia, 1998. (Tese, Doutorado)
- GONTIJO, Cláudio et al. Raízes da crise financeira dos derivativos subprime. **Belo Horizonte, UFMG-Cedeplar, texto para discussão**, n. 342, 2008.
- GOWAN, Peter (2003). **A Roleta Global**. Rio de Janeiro: Editora Record.
- HARVEY, D. **A brief history of Neoliberalism**. Oxford University Press Inc., New York, 2005.
- \_\_\_\_\_. **Condição pós-moderna: uma pesquisa sobre as origens da mudança cultural**. São Paulo: Loyola, 2008.
- \_\_\_\_\_. **O enigma do capital: e as crises do capitalismo**. Boitempo Editorial, 2015.
- HOBBSBAWM, Eric. **A era dos extremos**. São Paulo: Companhia das Letras, 1995.
- KINGSLEY, Patrick. Financial crisis: timeline: The financial crisis, five years on: how the world economy plunged into recession. 2012. **The Guardian**. Disponível em:

<<https://www.theguardian.com/business/2012/aug/07/credit-crunch-boom-bust-timeline>>.

KREGEL, Jan. O novo Acordo de Basileia pode ser bem-sucedido naquilo que o Acordo original fracassou. **Regulação bancária e dinâmica financeira: evolução e perspectivas a partir dos Acordos de Basileia**. Campinas: CERI-IE-Unicamp, p. 25-37, 2006.

LAPAVITSAS, C. Theorising Financialisation. **Work, Employment & Society**, vol. 25, n. 4, p. 611-626, dezembro, 2011.

\_\_\_\_\_. Financialisation, or the Search for Profits in the Sphere of Circulation. **Research of Money and Finance, Department of Economics**, SOAS, London, 2009a.

\_\_\_\_\_. Financialised capitalism: Crisis and financial expropriation. *Historical Materialism*, v. 17, n. 2, p. 114-148, 2009b.

\_\_\_\_\_. (Ed.). **Financialization in crisis**. Haymarket Books, 2013a.

\_\_\_\_\_. The financialization of capitalism: 'Profiting without producing'. *City*, v. 17, n. 6, p. 792-805, 2013b.

MARX, K. (1986a). **O Capital**. São Paulo, Nova Cultural. Livro 3, v.3, t.1.

\_\_\_\_\_. (1986b). **O Capital**. São Paulo, Nova Cultural. Livro 3, v.3, t.2.

\_\_\_\_\_. (2013). **O Capital**. São Paulo, Boitempo. Livro I

\_\_\_\_\_. (2017). **O Capital**. São Paulo, Boitempo. Livro III

PAULANI, Leda Maria et al. A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil. **Estudos avançados**, v. 23, n. 66, p. 25-39, 2009.

SERRANO, Franklin. "Relações de poder e a política macroeconômica americana, de Bretton Woods ao padrão dólar flexível". In: FIORI, José Luís (org.). *O Poder Americano*. Petrópolis: Vozes, 2005.

TORRES FILHO, E. T.; BORÇA JR, G. R. Analisando a crise do subprime. **Revista do BNDES**, v. 15, n. 30, p. 129-159, 2008.