

# As Transformações no Sistema Financeiro Internacional

Volume 1



**Organizadores**  
Marcos Antonio Macedo Cintra  
Keiti da Rocha Gomes

**ipea** 47  
anos  
Por um Brasil desenvolvido

Para serem socialmente úteis, os sistemas financeiros deveriam contribuir para a alocação eficiente de recursos na economia e para a promoção do investimento produtivo e da inovação técnica. O contexto recente, ainda sob os efeitos da crise financeira internacional eclodida em 2008, trouxe uma significativa oportunidade de discussão acerca da violenta instabilidade e dos riscos intrínsecos ao funcionamento de mercados financeiros desregulamentados, liberalizados e com precários mecanismos de controles internos das próprias instituições.

Escravos da lógica da acumulação especulativa, tendo-se tornado disfuncionais para a alocação eficiente de capitais, os sistemas financeiros podem causar grandes e graves danos às sociedades. É urgente aprofundar a reflexão sobre a rerregulamentação desses mercados cada vez mais complexos e sofisticados, e sobre o risco sistêmico potencial decorrente da atuação imprudente de gigantescos bancos universais. É imperioso repensar a componente pública da governança dos sistemas financeiros nacionais e global. Nos países em desenvolvimento, em especial o Brasil, o contexto reforçou os benefícios de se terem reguladores fortes (Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários) e de se conciliarem bancos públicos e privados na oferta de crédito anticíclico. Por seu turno, o momento enseja a oportunidade e a urgência de se promover uma agenda de desenvolvimento financeiro público e privado hígido e adequadamente supervisionado.

Aproximarem-se os mercados de capitais e os sistemas de crédito do papel de indução do investimento produtivo, superando o curto-prazismo e a inclinação às operações especulativas, embora pareça algo intuitivo, implica lidar com uma complexidade de aspectos fortemente relacionados, e em um ambiente de profundas transformações. Tais aspectos passam por questionar o papel das instituições reguladoras, dos bancos centrais, das organizações financeiras multilaterais, das grandes instituições bancárias internacionais e dos bancos de desenvolvimento regionais, e os resultantes desequilíbrios de balanços de pagamentos internacionais.

Os desafios nessa direção são muitos. E este livro pode ser um importante ponto de partida neste debate crucial.

Luciano Coutinho  
**Presidente do BNDES**

# As Transformações no Sistema Financeiro Internacional

Volume 1



**Organizadores**

Marcos Antonio Macedo Cintra

Keiti da Rocha Gomes

ipea

## **Governo Federal**

### **Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República**

**Ministro** Wellington Moreira Franco



Fundação pública vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

#### **Presidenta Interina**

Vanessa Petrelli Corrêa

#### **Diretor de Desenvolvimento Institucional**

Geová Parente Farias

#### **Diretora de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais**

Luciana Acioly da Silva

#### **Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia**

Alexandre de Ávila Gomide

#### **Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas, Substituto**

Claudio Roberto Amitrano

#### **Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais**

Francisco de Assis Costa

#### **Diretor de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação, Regulação e Infraestrutura**

Carlos Eduardo Fernandez da Silveira

#### **Diretor de Estudos e Políticas Sociais**

Jorge Abrahão de Castro

#### **Chefe de Gabinete**

Fabio de Sá e Silva

#### **Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação, Substituto**

João Cláudio Garcia Rodrigues Lima

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

URL: <http://www.ipea.gov.br>

# As Transformações no Sistema Financeiro Internacional

Volume 1



**Organizadores**

Marcos Antonio Macedo Cintra

Keiti da Rocha Gomes

**ipea**

Brasília, 2012

---

As transformações no sistema financeiro internacional /  
organizadores: Marcos Antonio Macedo Cintra, Keiti  
da Rocha Gomes.- Brasília : Ipea, 2012.  
2 v. : gráfs., tabs..

Inclui bibliografia.  
ISBN 978-85-7811-148-9

1. Sistema Financeiro Internacional. 2. Mercado  
Financeiro Internacional. 3. Finanças Internacionais. I.  
Cintra, Marcos Antonio Macedo. II. Gomes, Keiti da  
Rocha. III. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 332.042

---

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

# SUMÁRIO

**APRESENTAÇÃO** ..... **VII**

**PREFÁCIO** ..... **IX**

## **VOLUME 1**

### **CAPÍTULO 1**

O G20 E A REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO:

POSSIBILIDADES E LIMITAÇÕES ..... 15

Fernando J. Cardim de Carvalho

### **CAPÍTULO 2**

REGULAÇÃO FINANCEIRA DOS ESTADOS UNIDOS: A LEI DODD-FRANK

DE REFORMA DE WALL STREET E PROTEÇÃO AO CONSUMIDOR

NA PERSPECTIVA ATUAL E HISTÓRICA ..... 31

Jan Kregel

### **CAPÍTULO 3**

O SISTEMA FINANCEIRO DA UNIÃO EUROPEIA PÓS-LEHMAN:

RESPOSTAS POLÍTICAS E REGULATÓRIAS ..... 81

Elisabetta Montanaro

Mario Tonveronachi

### **CAPÍTULO 4**

OS DILEMAS DA POLÍTICA ECONÔMICA NO “PÓS-CRISE” ..... 123

Maryse Farhi

### **CAPÍTULO 5**

O GÊNIO FORA DA GARRAFA: A EVOLUÇÃO DA POLÍTICA

*TOO BIG TO FAIL* E A ESTRATÉGIA BANCÁRIA

DOS ESTADOS UNIDOS ..... 177

Gary Arthur DymSKI

### **CAPÍTULO 6**

O FINANCIAMENTO HABITACIONAL NO REGIME *FINANCE-LED*:

ESPECIFICIDADES INSTITUCIONAIS DOS EUA E DA FRANÇA ..... 245

Rafael Fagundes Cagnin

### **CAPÍTULO 7**

COMO SERIA UM SISTEMA FINANCEIRO

SISTEMICAMENTE RESILIENTE? ..... 291

Avinash D. Persaud

### **CAPÍTULO 8**

*HEDGE FUNDS* E AS IMPLICAÇÕES PARA O BRASIL ..... 311

Keiti da Rocha Gomes

Marcos Antonio Macedo Cintra

## **CAPÍTULO 9**

A REGULAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO APÓS A CRISE..... 371

Simone Silva de Deos

## **VOLUME 2**

### **CAPÍTULO 10**

O BANCO EUROPEU DE INVESTIMENTO E SEU PAPEL NA INTEGRAÇÃO  
E NO DESENVOLVIMENTO REGIONAL

Stephany Griffith-Jones

Judith Tyson

### **CAPÍTULO 11**

REGULAÇÃO BANCÁRIA E ARRANJO INSTITUCIONAL PÓS-CRISE:  
ATUAÇÃO DO CONSELHO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA E BASILEIA III

Ana Rosa Ribeiro de Mendonça

### **CAPÍTULO 12**

DE BASILEIA II PARA BASILEIA III: OS MESMOS DESAFIOS?

Jean Toledo de Freitas

### **CAPÍTULO 13**

INSTABILIDADE ESTRUTURAL E EVOLUÇÃO DOS FLUXOS  
INTERNACIONAIS DE CAPITAIS PRIVADOS LÍQUIDOS  
PARA A PERIFERIA (1990-2009)

Giuliano Contento de Oliveira

### **CAPÍTULO 14**

O DESEQUILÍBRIO MONETÁRIO INTERNACIONAL NOS ANOS 2000

Luiz Afonso Simoens da Silva

### **CAPÍTULO 15**

OS DIREITOS ESPECIAIS DE SAQUE E A REFORMA  
DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL

José Antonio Ocampo

### **CAPÍTULO 16**

REFORMANDO AS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS MULTILATERAIS  
(PASSADO E PRESENTE): BANCO MUNDIAL E FUNDO  
MONETÁRIO INTERNACIONAL

Jaime Cesar Coelho

### **CAPÍTULO 17**

CRISE SISTÊMICA E ERA DA INDETERMINAÇÃO NO INÍCIO  
DO SÉCULO XXI: EVOLUÇÃO MACROECONÔMICA  
E DA RIQUEZA FINANCEIRA A PARTIR DA CRISE  
DO PERÍODO 2007-2009

José Carlos Braga



## APRESENTAÇÃO

Passados pouco mais de três anos da quebra do banco Lehman Brothers, estopim da mais profunda crise financeira internacional do segundo pós-Guerra, poucas vezes na história recente as perspectivas para a economia mundial se apresentaram tão incertas. A maior economia do planeta, os Estados Unidos, epicentro do colapso das hipotecas *subprime* a partir do qual a crise se espalhou, exibe atividade econômica anêmica e níveis elevados de desemprego. A Europa, do mesmo modo, se prepara para um ano de estagnação no nível de atividade, quando não propriamente de recessão, em meio às taxas de desemprego mais altas verificadas em décadas e à desconfiança generalizada nos mercados financeiros em relação às dívidas soberanas de vários países, que ameaçam a continuidade do financiamento de suas economias e da região como um todo. Mesmo as economias emergentes, muitas das quais foram as primeiras a se recuperar do impacto sofrido com a eclosão da crise em 2008, passaram a mostrar sinais de desaquiescimento do ritmo de atividade econômica.

A magnitude da extensão e dos desdobramentos desse episódio no mundo, inicialmente restrito à esfera financeira, desencadeou a proliferação de inúmeros espaços de debates e de reflexão acerca do potencial risco sistêmico da arquitetura dos mercados financeiros globais e das fragilidades dos principais mecanismos regulatórios em assegurar a liquidez e a estabilidade. Em meio às tensões recentes, a defesa em prol de uma supervisão mais direta e permanente do sistema financeiro ganhou importância nos fóruns internacionais e tem-se mostrado cada vez mais urgente. Algumas iniciativas nesta direção surgem nas recomendações do G20 financeiro, nas propostas prudenciais do Comitê de Supervisão Bancária de Basileia, na lei Dodd-Frank de reforma financeira nos Estados Unidos e no projeto de regulamentação da União Europeia, entre outras.

Paralelamente a algumas críticas quanto à real eficácia dessas iniciativas, emerge uma reflexão ainda mais profunda, com subsídios certamente relevantes, apoiada em como conceber um sistema financeiro que colabore de forma eficaz para o desenvolvimento econômico e social. Visando contribuir para esta reflexão, o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea) convidou professores e pesquisadores brasileiros e estrangeiros, reconhecidos por estudos na área de mercados financeiros, a enfrentarem o desafio de pensar as transformações no sistema financeiro internacional e as possíveis implicações para o alcance de um sistema mais resiliente e em linha com o objetivo de desenvolvimento econômico e social global.

O resultado desse trabalho, reunido neste livro, mostrou que tal questão passa por pensar uma complexa interação de temas diversos, entre os quais: o papel das instituições financeiras multilaterais, como o Fundo Monetário

Internacional (FMI) e o Banco Mundial; a importância dos bancos de desenvolvimento, nacionais e regionais; as implicações de uma arquitetura de mercado orientada por grandes instituições financeiras internacionais – as chamadas *financial holding companies*; a conciliação de um mercado financeiro estável com a presença de atividades especulativas; e os efeitos adversos de tais atividades sobre a estabilidade dos fluxos internacionais de capitais, além dos resultantes desequilíbrios monetários internacionais.

As contribuições dos vários autores sobre essas questões, nesta publicação, oferecem ao leitor brasileiro uma rica oportunidade de entender, questionar e repensar a estrutura do sistema financeiro internacional, algo significativamente importante para o país.

Vanessa Petrelli Corrêa  
**Presidenta Interina do Ipea**

## PREFÁCIO

As premissas que amparavam a concepção de estruturas de mercados autorregulados foram colocadas em xeque com a eclosão da crise financeira internacional de 2008. A predominância deste arcabouço conceitual, sobretudo nas últimas décadas, fortaleceu os argumentos em defesa da maior liberdade nos ambientes financeiros, desencadeando um processo generalizado, principalmente nos Estados Unidos, de dismantelamento das estruturas regulatórias. Como legado deste domínio, o mundo presencia os desdobramentos da pior crise financeira global desde a quebra da bolsa de valores norte-americana de 1929, manifesta na estagnação da atividade econômica de países desenvolvidos centrais no globo – Estados Unidos, Japão e países da União Europeia.

Se, por um lado, a crise de 2008 contesta as premissas então vigentes, por outro, a sua profundidade e implicações sistêmicas são únicas desde a Segunda Guerra Mundial, e colocam um desafio conceitual para o entendimento das mutações em curso no sistema financeiro internacional e das intensas conexões com a dinâmica econômica, política e social dos países. Inicialmente, a opacidade que caracterizou a gestação das rupturas no mercado de hipotecas *subprime* surpreendeu o mundo e fortaleceu os argumentos em defesa de uma supervisão mais direta dos mercados. Várias iniciativas neste sentido têm sido colocadas em prática por governos dos Estados Unidos e da União Europeia, somadas aos acordos no âmbito do G20 financeiro e do Comitê da Basileia.

No entanto, passada a perplexidade inicial, proliferam críticas quanto à real eficácia dessas iniciativas. Entre os pessimistas prevalece a visão de que as medidas adotadas são caracterizadas pela superficialidade e não enfrentam questões-chave no funcionamento dos mercados financeiros. Nesta situação, a volta à normalidade não expõe um ganho para a sociedade, mas sim a manutenção de uma estrutura financeira potencialmente arriscada e fadada à gestação de novas crises.

Com base nessa visão, torna-se extremamente oportuno ampliar a compreensão das transformações no sistema financeiro internacional, buscando alvitrar mecanismos que o aproximem da função de promover o desenvolvimento econômico e social. Para tanto, este livro reúne as reflexões de importantes pesquisadores sobre o assunto, e segue organizado em 17 capítulos. O primeiro deles, *O G20 e a reforma do sistema financeiro: possibilidades e limitações*, escrito por Fernando J. Cardim de Carvalho, traz uma avaliação da atuação do G20 financeiro, visando discutir as perspectivas do grupo diante dos desafios que enfrenta, tendo em vista suas limitações. Assim, o autor analisa a atuação do G20 na primeira década, entre 1999, quando foi criado, e 2008, quando teve o seu papel drasticamente alterado. Discute as principais iniciativas do fórum na área de reforma financeira no período posterior à eclosão da crise financeira nos Estados Unidos e examina as perspectivas para o futuro do grupo nesta área.

No capítulo 2, *Regulação financeira dos Estados Unidos: a Lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e Proteção ao Consumidor na perspectiva atual e histórica*, Jan Kregel, baseado na estrutura analítica da fragilidade financeira proposta por Hyman Minsky, analisa as principais mudanças na regulamentação financeira nos Estados Unidos consubstanciadas na lei Dodd-Frank de 2010, que visam impedir um colapso no sistema financeiro semelhante à crise de 2007-2008. O autor discute se a lei Dodd-Frank poderá realmente impedir que outra crise aconteça.

No capítulo 3, *O sistema financeiro da União Europeia pós-Lehman: respostas políticas e regulatórias*, Elisabetta Montanaro e Mario Tonveronachi observam a importância de analisar as reformas no setor financeiro europeu como parte da reformulação de todo o projeto da União Europeia. Para compreender as respostas europeias à crise, os autores descrevem as características mais marcantes do sistema financeiro europeu e as etapas recentes do processo de harmonização regulatória, com ênfase na gestão e resolução das crises transfronteiriças. Além disso, o texto traz uma descrição da evolução da crise na região desde a primeira fase – crise financeira – até o seu desdobramento na crise da dívida soberana, analisando as respostas políticas e regulatórias. Ressalta também os perigos de uma abordagem para a questão da regulamentação que parece incapaz de reduzir significativamente as fragilidades sistêmicas.

No quarto capítulo, *Os dilemas da política econômica no “pós-crise”*, Maryse Farhi discute o conturbado período pós-crise, os diagnósticos diferenciados e as distintas medidas de política econômica adotadas pelas principais economias desenvolvidas. Inicialmente, o texto aborda a convergência das políticas macroeconômicas anticíclicas adotadas no auge da crise e suas bases teóricas. Em um segundo momento, examinam-se as profundas divergências nestas políticas surgidas no desdobramento da crise, particularmente entre a União Europeia e os Estados Unidos.

No capítulo 5, *O gênio fora da garrafa: a evolução da política too big to fail e a estratégia bancária dos Estados Unidos*, Gary A. Dymksi examina criticamente a política bancária *too big to fail* nos Estados Unidos. Na visão do autor, esta política evoluiu de ferramenta utilizada pelas autoridades governamentais a fim de se manter a estabilidade dos mercados, para uma restrição sobre as políticas financeiras e regulatórias imposta por um complexo megabancário. Se, por um lado, ela previne a ocorrência de corridas bancárias, por outro, estabelece um pré-compromisso de preservar algumas empresas financeiras independentemente do dano econômico que as suas assunções ao risco possam ter causado. Para Dymksi, um número crescente de economistas, incluindo aqueles que um dia acolheram a desregulamentação como uma porta para os ganhos de eficiência, estão concordando com a imposição de limites para prevenir que instituições financeiras assumam riscos sistêmicos. A questão é como colocar o gênio de volta na garrafa.

No capítulo 6, *O financiamento habitacional no regime finance-led: especificidades institucionais dos EUA e da França*, Rafael Fagundes Cagnin analisa o regime de crescimento *financed-led* nos Estados Unidos e na França durante o contexto da valorização imobiliária intensificada no início dos anos 2000. Segundo o autor, a despeito de apresentarem o mesmo regime de crescimento, perduram diferenças nacionais importantes entre os Estados Unidos e a França, estando as famílias americanas em posição mais favorável que as francesas no que concerne à mobilização da sua riqueza cristalizada sob a forma de imóvel residencial. De qualquer modo, na ausência de recuperação dos mercados imobiliários e na permanência de mercados financeiros deprimidos, o “efeito pobreza” tem substituído o efeito riqueza verificado nos anos de 1990 e 2000.

No capítulo 7, *Como seria um sistema financeiro sistemicamente resiliente?*, Avinash D. Persaud propõe uma reflexão a respeito dos diferentes tipos de risco financeiro e da segurança dos mercados. A regulação financeira, segundo o autor, deveria ter como foco organizar os riscos nos sistemas financeiros de modo a limitar as suas propagações sistêmicas. O cerne desta organização deveria considerar dois conceitos: *i)* existem diferentes tipos de riscos, cada um com distintas maneiras de cobertura; e *ii)* existe uma diversidade de participantes no mercado com capacidades diferentes para absorver riscos. Trabalhar com esta diversidade é essencial para a criação de um sistema financeiro resiliente.

No capítulo 8, *Hedge funds e as implicações para o Brasil*, Keiti da Rocha Gomes e Marcos Antonio M. Cintra analisam a evolução do segmento de *hedge funds* no contexto das transformações no sistema financeiro norte-americano, com especial atenção para o movimento recente de avanço de investidores ao mercado latino-americano, sobretudo para o Brasil. Dois episódios, envolvendo a quebra do LTCM em 1997 e a dos *hedge funds* geridos pelo Bear Stearns em 2007, ressaltaram para o mundo o poder de rupturas sistêmicas destas entidades e justificaram as preocupações em relação a estes movimentos. Os autores discutem a importância de se desenhar um marco regulatório para o segmento e mostram como a regulação brasileira pode ser um exemplo no plano internacional.

No capítulo 9, *A regulação do sistema financeiro após a crise*, Simone Silva de Deos discute, a partir da perspectiva teórica de Hyman Minsky, as novas propostas de regulação do sistema financeiro, em especial do segmento bancário, que vêm sendo debatidas e introduzidas no sistema financeiro dos Estados Unidos e da União Europeia. Para isso, a autora analisa as características principais da regulação bancária vigente quando da crise e avalia o novo formato de regulação, a ser aplicado em âmbito internacional, que resulta das discussões no âmbito do G20 e do Financial Stability Board.

No capítulo 10, *O Banco Europeu de Investimento e seu papel no desenvolvimento e na integração regional*, Stephany Griffith-Jones e Judith Tyson mostram as principais características, as funções e a evolução do Banco Europeu de Investimentos, de longe o maior banco de desenvolvimento do mundo. O texto discute o papel da instituição no processo de integração econômica europeia e analisa as possíveis lições para os bancos de desenvolvimento latino-americanos, incluindo especificamente os do Brasil. As autoras propõem ainda uma reflexão acerca da criação de um banco de desenvolvimento regional para a América Latina e o Caribe, de propriedade dos países da região.

No capítulo 11, *Regulação bancária e arranjo institucional pós-crise: atuação do Conselho de Estabilidade Financeira e Basileia III*, Ana Rosa Ribeiro de Mendonça discute as mudanças propostas no regime regulatório de Basileia II, conhecido como Basileia III, a partir da perspectiva de interação entre as instituições G20, Financial Stability Board e Comitê de Basileia para a Supervisão Bancária. Centrada na regulação dos bancos após a crise de 2008, a discussão da autora sobre Basileia III, centro da agenda de reforma regulatória, aponta que o novo regime não se despiu da lógica que parece ter contribuído para a gestação da crise, mas sim a manteve, apesar de procurar minimizá-la.

No capítulo 12, *De Basileia II para Basileia III: os mesmos desafios?*, Jean Toledo de Freitas avalia o Acordo de Basileia III, destacando as principais mudanças em relação ao formato de Basileia II, e o examina em face dos desafios da regulação no contexto da atual arquitetura financeira internacional. A partir da observação do papel dos bancos na evolução dos ciclos econômicos, associado ao modo como as expectativas são formadas em um contexto de incerteza, o autor discute a importância de Basileia III não permanecer restrita às características microprudenciais, com foco apenas nas condições de solvência dos bancos de modo individual. Torna-se importante a incorporação de estruturas de supervisão macroprudenciais e abrangentes, de modo a reduzir as lacunas regulatórias em um ambiente de constante inovação.

No capítulo 13, *Instabilidade estrutural e evolução dos fluxos internacionais de capitais privados líquidos para a periferia (1990-2009)*, Giuliano Contento de Oliveira discute o comportamento dos fluxos internacionais de capitais privados líquidos para as economias em desenvolvimento a partir dos anos de 1990, contemplando o momento de retomada destes fluxos para as economias periféricas e a crise global. O autor procura sustentar que, embora a constituição de “blindagem externa” não tenha evitado o “efeito-contágio” entre as economias – por não atacar a causa da instabilidade dos fluxos internacionais de capitais privados, de natureza estrutural –, a estratégia se revelou muito importante para que boa parte dos países pudesse acomodar ativamente, de forma não subordinada, os impactos adversos causados pela abrupta reversão destes fluxos.

No capítulo 14, *O desequilíbrio monetário internacional nos anos 2000*, Luiz Afonso Simoens da Silva analisa as características do sistema monetário internacional dólar-flexível, com ênfase na instabilidade das taxas de câmbio medidas por suas tendências de valorização ou desvalorização. Neste cenário, algumas moedas pensadas como substitutas do dólar – o euro, o yuan e os direitos especiais de saque – são discutidas. O autor analisa ainda as implicações dos desequilíbrios cambiais para a economia brasileira.

No capítulo 15, *Os direitos especiais de saque e a reforma do sistema monetário internacional*, José Antonio Ocampo discute os problemas do sistema monetário internacional contemporâneo e propõe uma reforma que coloque os direitos especiais de saque no centro do sistema. O capítulo tem como foco duas propostas de reforma formuladas em março de 2009 pelo dirigente do Banco do Povo Chinês (o banco central da China) e pela Comissão de Especialistas sobre a Reforma do Sistema Monetário e Financeiro Internacional, convocada pelo presidente da Assembleia Geral das Nações Unidas e liderada pelo professor Joseph E. Stiglitz. Ambas sugeriram mudanças profundas no sistema monetário internacional direcionadas a corrigir as suas assimetrias, problemas de geração de liquidez e potenciais de instabilidade.

No capítulo 16, *Reformando as instituições multilaterais (passado e presente): Banco Mundial e Fundo Monetário Internacional*, Jaime Cesar Coelho procura responder em que medida as transformações em curso na arquitetura financeira internacional são meras acomodações conjunturais ou representam mudanças, mesmo que incrementais, que apontam para transformações de longa duração, ou seja, de caráter estrutural. O capítulo trilha o caminho de uma análise institucional crítica, na literatura de economia política internacional, que aceita supostos racionalistas, mas avança em uma perspectiva reflexiva.

Por fim, no capítulo 17, *Crise sistêmica e era da indeterminação no início do século XXI: evolução macroeconômica e da riqueza financeira a partir da crise do período 2007-2009*, José Carlos Braga, amparado por uma realista e consistente teoria da dinâmica capitalista, defende que a crise sistêmica global iniciada em 2007 a partir dos Estados Unidos deve ser compreendida como uma novidade histórica. Na visão do autor, trata-se de um evento específico entre a longa lista de crises, incluindo as que ocorreram após 1971-1973, momento do colapso da regulação sob os acordos de Bretton Woods.

Boa leitura!

**Keiti da Rocha Gomes**  
**Marcos Antonio Macedo Cintra**





## O G20 E A REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO: POSSIBILIDADES E LIMITAÇÕES

Fernando J. Cardim de Carvalho\*

### 1 INTRODUÇÃO

Ao final de 2008, a crise financeira iniciada no ano anterior nos Estados Unidos espalhou-se pelo mundo. Vários países da Europa ocidental, na verdade, já vi-nham sendo afetados pelo colapso do mercado de hipotecas *subprime* nos Estados Unidos desde o ano anterior. A quebra do banco de investimento Lehman Brothers, no entanto, gerou ondas de choque que atingiram um largo conjunto de economias desenvolvidas e emergentes, inclusive o Brasil.

Neste contexto nasceu o Grupo dos 20, ou G20, como é conhecido atualmente, já que o agrupamento anterior que respondia por esta sigla dificilmente seria re-conhecido no de agora.<sup>1</sup> O “novo” G20 nasceu, antes de tudo, da perplexidade com o agravamento contínuo e acelerado de uma crise que poucos acreditavam pudesse crescer além dos limites do setor inicialmente atingido, o financiamento habitacional americano a famílias de baixa renda. Esta crise “setorial” era conhecida pelo menos desde o primeiro semestre de 2007, mas autoridades públicas americanas se reveza-ram na função de tranquilizar a população de seu país, e do mundo, com relação à possibilidade de contágio para a economia como um todo. Os muitos relatos deta-lhados da evolução da crise das hipotecas *subprime* mostram que até o momento no qual se determinou que o banco Lehman Brothers deveria falir, sem receber qual-quer ajuda do governo americano, o secretário do Tesouro norte-americano Henry Paulson ainda acreditava que a crise poderia ser contida. Na verdade, as autoridades americanas acreditavam que a falência deste banco de investimentos ajudaria a con-ter a crise, mostrando a firmeza da decisão política de deixar quebrar instituições financeiras, que se acreditava não serem sistemicamente importantes, que estivessem envolvidas na generalização de práticas de negócios duvidosas. A firme recusa em resgatar estas instituições sinalizaria a não contemporização com o risco moral.

A crise financeira, porém, não foi contida. Ao contrário, ela se alastrou, se tor-nou mais violenta e transformou-se, finalmente, numa crise econômica, ao racionar

---

\* Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ).

1. A evolução do G20 é narrada na próxima seção.

a oferta de crédito nos Estados Unidos e na Europa, elevar juros e aumentar a volatilidade dos mercados monetários internacionais, causando uma forte diminuição do comércio internacional. Ao tornar-se global, tornou-se evidente a necessidade de definição de um fórum de coordenação de políticas econômicas de controle de danos e combate à crise, de modo a evitar que países buscassem aquelas saídas individuais que ajudaram a tornar a crise dos anos 1930 em uma catástrofe internacional. Um fórum como esse, na verdade, já existia, o G8, o grupo das economias mais avançadas do mundo.<sup>2</sup> O G8 obviamente não estava à altura deste desafio. Primeiro, porque as reuniões do G8 há muito haviam se transformado no que se conhece como *photo opportunity* no mundo anglo-saxão. Reuniões de líderes dos países mais avançados eram pouco mais do que iniciativas de relações públicas em que muitas promessas eram feitas e praticamente nenhum resultado real era perseguido, e muito menos alcançado. Em segundo lugar, os países que compõem o G8 eram os causadores da crise e mostravam-se completamente paralisados e perplexos com o desmoronamento de suas economias, depois de tantos anos a fazer exortações a países em desenvolvimento sobre como governar melhor seus países. Finalmente, o país mais importante do G8, e da economia mundial, os Estados Unidos, vivia situação particularmente dramática. Não apenas era ali que a crise mostrava sua face mais violenta, mas também 2008 era o ano em que um presidente em fim de mandato, e com prestígio popular em rápido declínio, não demonstrava nem compreender, nem ter poder de iniciativa para definir e adotar as políticas anticrise necessárias.

O caráter global que a crise assumiu no segundo semestre de 2008 pedia soluções globais. Os líderes de países desenvolvidos reunidos no G8 não se mostraram à altura do desafio de formular essas soluções. Os fóruns internacionais, por outro lado, como o Fundo Monetário Internacional (FMI) ou a Organização das Nações Unidas (ONU), também não pareciam promissores, pelo grande número de membros com direito a voz, o que se acreditava que poderia inviabilizar a identificação e a discussão de soluções eficazes para enfrentar a crise. É nesse contexto que o G20, um agrupamento de representantes de países criado em 1999, surgiu como uma tábua de salvação.

Para que o G20 pudesse responder ao desafio que lhe foi colocado, no entanto, sua natureza, escopo e horizontes tiveram de ser dramaticamente alterados. Em uma primeira avaliação, a ativação do G20 parece ter sido uma decisão acertada, pelo menos do ponto de vista de articulação de políticas de combate à crise. É preciso, porém, qualificar essa avaliação com alguma cautela, já que o consenso em torno da necessidade de adoção de políticas

---

2. Como os outros grupos de semelhante natureza, incluindo-se o G20, o número de participantes não é rigorosamente indicado pela sua denominação. Das reuniões do G20, por exemplo, participa, embora não seja membro, a Espanha. O G7 tornou-se G8 pela inclusão da Rússia, menos por sua importância econômica do que pelo seu poderio militar, herdado da extinta URSS.

de sustentação de demanda agregada não durou realmente muito tempo. De qualquer modo, passada a fase de emergência, em que quase todas as principais economias do mundo pareciam ameaçadas de submersão no *tsunami* financeiro de 2008, o G20, ao mesmo tempo, ampliou seu leque de interesses e reduziu sua eficácia. Em 2011, parece mesmo haver um risco palpável de que o G20 enverede pelo mesmo caminho do G8, reduzido a rituais.

No que se segue, propõe-se uma avaliação da atuação do G20 até o momento em que este capítulo foi escrito (maio de 2011), com vistas à discussão de suas perspectivas e limitações. Para tanto, na primeira seção, apresenta-se uma breve discussão do papel e da atuação do G20 em sua primeira década, entre 1999, quando foi criado, e 2008, quando este papel foi drasticamente alterado. Na seção seguinte, discutem-se as principais iniciativas do grupo na área da reforma financeira no período posterior ao derretimento financeiro norte-americano e seus impactos na Europa. Finalmente, examinam-se as perspectivas para o futuro do grupo nesta área.

## 2 A CRIAÇÃO DO G20

Pelo acordo de Bretton Woods, assinado em 1944, os países signatários concordavam em manter as paridades cambiais declaradas no início de sua vigência, aceitando mudá-las apenas quando houvesse a aprovação das alterações pretendidas pelos cossignatários. Foi criada uma instituição específica para monitorar o funcionamento do regime cambial (conhecido como *de taxas fixas, mas reajustáveis*) e examinar pleitos para alteração das taxas de câmbio quando um país pudesse mostrar que mudanças fundamentais haviam ocorrido em sua economia e as quais exigissem uma redefinição do valor externo de sua moeda.

Implicitamente, a manutenção de um sistema de câmbio fixo traz consigo a demanda por algum grau de coordenação de políticas macroeconômicas. No entanto, por várias razões, o acordo reconheceu a autonomia de cada país na escolha de suas políticas econômicas domésticas. Contudo, seria possível ao FMI examinar estas políticas e, eventualmente, aconselhar a sua alteração, mas sem qualquer poder efetivo de compulsão. O FMI só teria este poder, de acordo com os desenvolvimentos na sua forma de operação nos anos 1950, quando um país em dificuldade em seu balanço de pagamentos tivesse de recorrer a ele para obter ajuda financeira. Nesses casos, o FMI assumia, informal mas efetivamente, a função de impor políticas “corretas” aos países que a ele apelavam por meio das *condicionalidades*, medidas de política que o país se comprometia a implementar como garantia do empréstimo.<sup>3</sup> Na ausência de planos de ajuste, o FMI teria, na melhor das hipóteses, a força moral de representação da comunidade, na prática

---

3. Conferir Carvalho (2009), para uma discussão da evolução das condicionalidades exigidas pelo FMI na concessão de sua ajuda financeira.

muito reduzida pela identificação generalizada que sempre se fez da instituição com os interesses de seus principais patrocinadores, especialmente os Estados Unidos e países da Europa Ocidental.

O fim do regime cambial de Bretton Woods, substituindo as taxas fixas de câmbio por taxas flexíveis, em tese eliminou tanto a necessidade de coordenação de políticas quanto a necessidade de ação por parte do FMI, seja como monitor de políticas macroeconômicas, seja como financiador de processos de ajuste de balanço de pagamentos. Com taxas flexíveis de câmbio, em teoria, é o valor externo de cada moeda que desempenha o papel de “coordenação” de políticas. Além disso, também em teoria, desequilíbrios de balanço de pagamentos não podem persistir se taxas de câmbio são flexíveis, porque estes desequilíbrios representam nada mais que um excesso de oferta ou de demanda por uma moeda nacional, e deveriam desaparecer quando o preço desta moeda pode subir ou descer livremente.

A realidade mostrou-se bem diversa. Como foi reconhecido até mesmo pela antiga historiadora oficial do FMI, Margaret de Vries, a expectativa de que taxas de câmbio flutuantes convergiriam para um nível de equilíbrio (supostamente determinado pelos “fundamentos” da economia, o que quer que isso signifique) de modo a permitir ajustes regulares espontâneos dos balanços de pagamentos foi amplamente desmentida, forçando os países mais desenvolvidos a criar canais alternativos de entendimento, senão necessariamente de coordenação de políticas (DE VRIES, 1987).

A primeira iniciativa importante nessa direção foi a reunião do G5, do qual participaram Estados Unidos, França, Alemanha, Japão e Reino Unido, no Hotel Plaza em Nova Iorque. A reunião foi convocada para discutir os meios pelos quais se poderia reverter a sobrevalorização do dólar em relação às outras moedas internacionais de reserva, dando origem ao chamado Acordo do Plaza. Para além do objetivo imediato, a reunião consagrava uma “nova” maneira de se lidar com problemas monetários internacionais, através da reunião de grupos restritos de representantes de países que hoje seriam chamados, talvez, de *sistemicamente relevantes*. Estes grupos evoluíram no tempo, às vezes ampliando seus membros, eventualmente se subdividindo em outros grupos. Esta forma de governança internacional, porém, mantém sua natureza informal e excludente, permitindo aos seus participantes debater seus problemas sem a presença de “indesejáveis”, isto é, países cujas opiniões não sejam consideradas de interesse para as questões a serem tratadas. O caráter excludente deste gênero de agrupamento não é acidental. Antes pelo contrário, ele é considerado essencial pelos participantes para que as discussões não sejam contaminadas por problemas que não sejam de seu interesse nem pelas manifestações de outros interesses que não aqueles os quais se deseje contemplar. Por outro lado, para que seja possível excluir participantes indesejáveis, é necessário que estes grupos não sejam formalmente institucionalizados.

O caráter intrinsecamente não democrático deste tipo de organização é justificado aos olhos de seus participantes pela eficácia de seu desempenho.

Se o G8 originou-se da busca pelos países mais avançados pelo livre exercício de sua hegemonia, sem perder tempo com homenagens ao rito democrático no relacionamento internacional, o G20 nasceu de impulso diverso. A partir do colapso do regime cambial de Bretton Woods, o FMI voltou-se cada vez mais para os países em desenvolvimento, já que os avançados deixaram de recorrer aos seus financiamentos, exceto em raras ocasiões. Durante os anos 1980, foi dada ao FMI a missão de manter a disciplina sobre os países da América Latina que viviam as consequências da crise da dívida externa do começo daquela década. Esta função de policiamento de economias em desenvolvimento no respeito às regras de relacionamento internacional que lhes foram impostas tornou-se a principal razão de existência do FMI. Como muitas destas economias, especialmente na América Latina, sofreram recorrentes crises de balanço de pagamentos, levando a repetidos pedidos de ajuda, o FMI viu reforçado seu papel de garantidor, se não do bom comportamento, pelo menos da penitência destes países.

O FMI exerceu essa função nos anos 1980 e 1990, enfrentando apenas as críticas de sempre. Da direita, daqueles que viam na sua operação um benefício indevido a economias em desenvolvimento à custa dos contribuintes nos países avançados. E da esquerda, dos que viam na ação do FMI apenas a defesa dos interesses neocoloniais dos países mais ricos. O padrão de intervenção foi, de certa forma, quebrado pela crise asiática, em 1997-1998.

A sequência de crises de balanço de pagamentos afetou diretamente Tailândia, Indonésia, Malásia e, principalmente, Coreia do Sul, a partir de meados de 1997. Em três dos quatro casos (excluindo-se a Malásia) houve apelo ao FMI por ajuda financeira, que apenas foi concedida após a concordância por parte dos países em crise de pesadas concessões. Estas concessões, impostas como condicionalidades para a obtenção dos empréstimos, incluíram longas listas de “reformas” institucionais que, reconhecidamente, nada tinham a ver com a crise e que só podiam ser justificadas por interesses nacionais, especialmente dos Estados Unidos. Além disso, o FMI fez suas exigências de sempre, contração fiscal e elevação de juros. Todavia estas economias exibiam orçamentos públicos praticamente equilibrados, logo a alta de juros só poderia levar a um intenso movimento de falências.

A reação crítica aos programas do FMI foi imediata, forçando, pela primeira vez, a instituição a reconhecer, relutantemente, algum grau de responsabilidade pelo agravamento da crise nos países aos quais o financiamento foi concedido (CARVALHO, 2000/2001). Para alguns, a Malásia, que recusou o apoio do FMI, empregando, ao contrário, extensos controles de capitais, alcançou resultados melhores do que os obtidos pelos países que recorreram ao FMI.

É importante frisar que o apelo ao FMI ao invés do emprego de outros meios de proteção não resultou do cálculo de vantagens feito por cada país. Como relatou mais tarde o jornalista Paul Blustein, fundamentalmente simpático, note-se, à abordagem do FMI, eles foram praticamente forçados a pedir ajuda devido à intensa pressão a que foram submetidos (BLUSTEIN, 2001).

Qualquer que tenha sido a real causa do apelo daqueles três países ao FMI, passada a crise, restou aos países da região a dupla impressão de que crises de balanço de pagamentos podem ser extremamente destrutivas, mas que o apoio do FMI pode ser ainda pior, ou ao menos tão destrutivo quanto a própria crise.<sup>4</sup> A intervenção do FMI foi interpretada como uma tentativa grosseira de intromissão em áreas em que não lhe competia intervir, sempre no interesse de agentes privados de países mais avançados. Longe de ser visto como uma instituição cooperativa, como o FMI sempre tenta caracterizar sua própria natureza, durante a gestão Camdessus o FMI mostrou de forma crua a facilidade com que podia ser utilizado como instrumento de dominação.<sup>5</sup>

Não cabe aqui discutir a justeza dessa caracterização, ainda que as figuras em posição de poder na época o confirmassem de forma explícita.<sup>6</sup> Lições foram aprendidas de forma indelével desta experiência, em especial, mas não exclusivamente, na Ásia. A primeira delas é a importância de se evitarem novas crises de balanço de pagamentos. A segunda é a importância de se evitar recorrer à ajuda do FMI. Ambas as lições explicam, pelo menos parcialmente, a verdadeira obsessão pela acumulação de reservas internacionais que tem movido governos de países emergentes desde então.

Imediatamente após a crise asiática, a percepção de que o FMI era mais um instrumento de dominação, representando os interesses de países desenvolvidos, levou muitos países a pelo menos considerarem a hipótese de abandonar o sistema, criando instituições alternativas, especialmente de caráter regional, que lhes permitissem obter ajuda quando necessário sem precisar sujeitar-se a exigências como aquelas feitas pelo FMI. É neste contexto que é criado o G20, em 1999.

---

4. Houve um reconhecimento implícito do próprio FMI de que sua atuação durante a direção de Michel Camdessus foi injustificadamente excessiva no fato de que os diretores-gerentes que o sucederam, Horst Köhler, Rodrigo de Rato y Figaredo e Dominique Strauss-Kahn, todos defenderam a redução das condicionalidades, especialmente as chamadas "condicionalidades estruturais", que buscavam forçar a mudança na estrutura econômica dos países em crise na direção da acomodação de interesses privados sediados nos países mais avançados.

5. Certamente o mais duro dos críticos do FMI foi Joseph Stiglitz (2002). Um sumário das críticas mais frequentes na literatura é encontrado em Carvalho (2000/2001).

6. Isto foi admitido por Larry Summers, à época secretário do Tesouro dos Estados Unidos (Summers, 1998). Uma publicação insuspeita, como a revista *The Economist*, em sua edição de 18/9/1999, afirmou: "nos últimos anos, o FMI e o Banco [Mundial] foram sequestrados por seus acionistas majoritários para fins abertamente políticos. Seja no México em 1994, na Ásia em 1997 ou na Rússia através dos anos 1990, as instituições se tornaram a ferramenta mais explícita da política externa ocidental, e particularmente americana".

O G20 resultou de uma tentativa de impedir a desintegração do sistema que emergiu no período posterior ao colapso do regime cambial de Bretton Woods. Em particular, buscava-se salvar o FMI, cuja eficácia seria irremediavelmente comprometida se os principais países em desenvolvimento deixassem de considerá-lo uma fonte alternativa de financiamento em situações de crise. Os países desenvolvidos não mais precisavam do FMI para coordenar suas políticas, podendo debater seus problemas em ambientes fechados como os do G8. Entretanto o FMI ainda era necessário para manter a disciplina entre os restantes, emergentes e menos desenvolvidos. O interesse que justificou a criação do G20 se refletiu na sua composição: países desenvolvidos (basicamente os mesmos do G7 ou G8) mais as principais economias emergentes que fossem também as mais vulneráveis a crises e, portanto, mais interessadas na eventual criação de uma instituição de “autoajuda” alternativa ao FMI. Alguns analistas se questionam atualmente sobre a composição aparentemente arbitrária do G20, em que economias maiores que aquelas presentes não participam do grupo. A razão para isso, no entanto, é relativamente simples: países como a Suíça ou o Chile não teriam razões para descontentamento com o sistema tal como existia ao final dos anos 1990 e não precisavam, portanto, serem objeto de atenção especial.<sup>7</sup>

O papel do G20 era duplo. Por um lado, mostrar sensibilidade por parte dos países desenvolvidos aos problemas de economias emergentes grandes, mas problemáticas ou desgostosas com os arranjos existentes. Por outro, transmitir a estes países lições de boa governança, inspiradas, é claro, pela experiência dos países desenvolvidos (ou pela idealização, em geral pesadamente filtrada por ideologias liberais, que estes países fazem de sua experiência) a consequente necessidade de reformas que aumentassem sua eficiência (novamente, inspiradas principalmente por idealizações do modo como funcionam economias de mercado).

Criado no âmbito da representação no FMI, o G20 refletia os horizontes (e os parâmetros, por assim dizer, culturais) dessa representação, basicamente constituída de ministros de finanças e presidentes de bancos centrais. O escopo de suas discussões era, por sua vez, limitado pelo mandato dessas autoridades.

### 3 O G20 EM SEU PRIMEIRO MOMENTO (1999 A 2008)

A julgar-se pela evidência dos comunicados emitidos ao final de cada reunião, o G20, nos anos anteriores à crise financeira americana, portou-se exatamente como esperado pelos seus inspiradores. Os comunicados são essencialmente exortativos e autocongratatórios, completamente desprovidos de qualquer sentido crítico com

---

7. Por outro lado, a proposição japonesa de criação de um fundo monetário asiático foi abandonada por causa da forte oposição do governo norte-americano e do próprio FMI. O tratado de Chiang Mai acabou por criar facilidades de financiamento para os países da região, desde que os países que solicitassem ajuda concordem com as condicionalidades definidas pelo FMI.

relação às estratégias e políticas, inclusive de liberalização dos movimentos de entrada e saída de capitais, que haviam conduzido à sucessão de crises nos países emergentes ao final da década dos 1990. A crise asiática, a russa, a brasileira etc. não haviam ensinado que a liberalização da movimentação de capitais era perigosa, mas sim que ela deveria ser precedida de outras reformas liberalizantes. O que era necessário não era reavaliar a conveniência da liberalização, mas o *sequenciamento* de reformas que levaria a ela, que permanecia como objetivo indiscutível das políticas de governo.

A convergência de posições em defesa das estratégias liberalizantes era, naturalmente, fortalecida pela própria composição do grupo. Formado, como visto, por representantes de ministérios de finanças e bancos centrais, os participantes do grupo compartilhavam a mesma visão fundamental, baseada em construções míticas, como a *hipótese dos mercados eficientes*, que serviram para racionalizar a ideologia liberalizante. Os participantes das reuniões tendiam a ser economistas ortodoxos, muitos dos quais transitavam entre seus governos e as instituições multilaterais, formados nas mesmas escolas ou pelo menos treinados por pessoas de formação semelhante. Os questionamentos sobre os custos da aceitação da globalização financeira provinham, em sua maioria, de outras instâncias de governo, com reduzido eco sobre as autoridades financeiras de seus próprios países. Os comunicados do G20 acabavam por servir para dar uma falsa impressão de coesão *política* entre os países membros, já que refletiam apenas as visões de um grupo muito particular de indivíduos, particularmente receptivos às mensagens veiculadas por instituições como o FMI ou a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE).

A restrita afiliação dos participantes do grupo foi explicitada no primeiro comunicado, emitido em dezembro de 1999:

O G20 foi criado para prover um novo mecanismo para o diálogo informal, no quadro do sistema institucional de Bretton Woods, para ampliar as discussões sobre temas-chave de política econômica e financeira entre economias sistemicamente importantes e para promover a cooperação na construção do crescimento econômico mundial estável e sustentável que beneficie a todos (IMF, 1999, tradução nossa).

Nessa reunião os participantes tiveram a oportunidade de renovar sua concordância fundamental com a estratégia do FMI, ao mesmo tempo respondendo implicitamente a todos que buscavam um questionamento mais drástico da atuação da instituição e ignorando todas as críticas que lhe eram dirigidas, até mesmo por alguns dos governos dos quais participavam:

Eles elogiaram o importante trabalho que tem sido feito pelas instituições de Bretton Woods e outras entidades na direção do estabelecimento de códigos e padrões internacionais em áreas-chave, inclusive transparência, disseminação de dados e políticas para o setor financeiro. Concordaram que a implementação generalizada de tais códigos e padrões contribuiria para tornar economias domésticas mais



prósperas e o sistema financeiro internacional mais estável. Para demonstrar liderança nessa área, ministros e presidentes de bancos centrais concordaram em proceder à conclusão de relatórios sobre a obediência a padrões e códigos (“relatórios de transparência”) e Avaliações do Setor Financeiro, no contexto dos esforços continuados do FMI e do Banco Mundial para melhorar esses mecanismos. Este compromisso ajudará a mobilizar apoio para medidas que reforcem a capacidade, as políticas e as instituições domésticas (IMF, 1999, tradução nossa).

Esta rotina se repetiu até 2008, quando se tornou opressivamente claro para todo o mundo que as economias mais desenvolvidas já não podiam mais ser tomadas como paradigmas de eficiência e modernidade em face do colapso financeiro iniciado nos Estados Unidos no ano anterior. Ainda em novembro de 2007, no entanto, já com a crise das hipotecas *subprime* causando danos à economia mundial, o G20 ainda encontrava tempo para expressar sua contida preocupação com os rumos da economia mundial:

Os membros do G20 elogiaram o continuado e forte crescimento da economia global na primeira metade de 2007, mas notaram que os riscos à baixa nas perspectivas de curto termo cresceram em consequência das recentes perturbações nos mercados financeiros. Nós estamos satisfeitos por notar a elasticidade das economias emergentes e outros países em desenvolvimento durante a turbulência recente. Apesar da expectativa de que a provável desaceleração do crescimento seja modesta, suas extensão e duração permanecem difíceis de prever (IMF, 2007, tradução nossa).

O G20 ainda utilizava seu tempo para sugerir a implementação de políticas fiscais “sadias”, expressão que na linguagem das instituições de Bretton Woods significa equilíbrio orçamentário. As preocupações mais intensas pareciam se voltar para a emergência de pressões inflacionárias nos mercados de matérias-primas.

O autismo característico dos comunicados do G20 seria rompido dramaticamente no período imediatamente posterior à quebra do banco Lehman Brothers, inaugurando a segunda fase da biografia do grupo.

#### 4 O G20 NOS TEMPOS DE CRISE

O rápido e profundo agravamento da crise financeira após o episódio do Lehman Brothers pareceu ter deixado as autoridades norte-americanas paralisadas pela perplexidade. A crise, na verdade, não apenas tornou-se mais séria como também se tornou mais global, atingindo regiões que até então haviam sido largamente poupadas de seus impactos. Nestas condições, era necessário encontrar um fórum suficientemente global para dar conta da crise. O G8 certamente não era este fórum, tanto pela sua composição restrita como pelo caráter principalmente midiático que marcou suas reuniões em anos recentes. Além disso, as economias mais avançadas eram precisamente aquelas não apenas em que a crise se originou, mas cujos líderes também demonstravam completa incapacidade de entender o que se passava, para

não falar da completa falta de iniciativa. Era preciso, no entanto, dar uma resposta efetiva ao agravamento da crise, ou pelo menos dar a aparência de que alguma resposta estava sendo encaminhada. Foi neste contexto que o G20 não apenas foi lembrado, mas também foi quando mudou sua natureza e seu raio de ação. Por que o G20? Possivelmente porque o grupo já existia, o que permitiria poupar os esforços e as tensões políticas na convocação de um novo fórum, exigindo a definição de número máximo de participantes de modo a manter a funcionalidade de seus encontros, a determinação de critérios de inclusão e exclusão de membros etc. Embora a composição do G20 não seja necessariamente apropriada para lidar com a agenda que lhe foi atribuída, era de qualquer modo possível argumentar que a sua representatividade em termos tanto de produto quanto de população lhe conferiria algum grau de legitimidade.

A reunião convocada em novembro de 2008, por outro lado, não foi realizada entre ministros de finanças e presidentes de bancos centrais, mas entre chefes de governo ou de Estado dos países membros. Com isso, esperava-se não apenas sinalizar a seriedade com que a crise passaria a ser encarada como também evitar a armadilha das limitações de escopo que fatalmente teriam de ser encaradas, caso a reunião fosse apenas mais um encontro de autoridades setoriais. O fato de reunirem-se chefes de Estado e de governo significava que a agenda do encontro seria como se desejasse que fosse, porque estes líderes políticos representavam o máximo poder político em seus países, ao contrário de funcionários cujo poder é delegado e cuja jurisdição é limitada. Finalmente, como no caso de outros grupos semelhantes, o G20 não é uma instituição, com regras formais de constituição e operação, ou com qualquer autoridade que não seja a da influência política e do compromisso moral que seus membros decidam assumir.

A abertura da agenda é, contudo, “uma faca de dois gumes”. Se a restrição de jurisdição efetivamente ameaçaria tornar a ação do G20 tão inócua quanto tinha sido até então, pelas razões discutidas na seção anterior, a liberdade de fixação de agendas que a reunião de líderes políticos permite poderia criar uma dispersão de atenção e interesses que poderia comprometer a eficácia do grupo. Isso, de fato, é o que parece ter ocorrido. Após um período inicial, de emergência, em que os esforços se concentraram na coordenação de políticas nacionais voltadas para o objetivo comum de contenção da crise, os horizontes temáticos se abriram possivelmente em demasia, reforçando tendências centrífugas que em si já seriam de difícil gerência, enraizadas nas diferenças de visão e de interesses econômicos dos diversos participantes.

Desse modo, o G20 tem definido áreas de interesse extremamente variadas, que vão da reforma do sistema financeiro internacional, sua missão original, ao ataque a problemas sociais ou ambientais, sobre os quais o grupo não

tem competência ou legitimidade para decidir políticas. No que se segue, serão ignoradas as ações e, muito mais frequentemente, as declarações de intenções feitas por diversos líderes políticos a respeito de propostas de ação do grupo em áreas não financeiras.

## 5 O G20 E O SISTEMA FINANCEIRO

A reforma dos sistemas financeiros nacionais e internacional, com especial destaque para a implantação de mudanças na regulamentação financeira, tem sido o tema central dos debates no âmbito do G20, e é onde se pode melhor avaliar sua eventual eficácia, tanto quanto seus limites.

Na área financeira, o G20 praticamente herdou as funções anteriormente atribuídas ao G8. Por iniciativa do G20, algumas instâncias ou instituições reguladoras internacionais ampliaram o seu rol de membros para incluir os países emergentes participantes do grupo, como foi o caso, notadamente, do Conselho de Estabilidade Financeira (Financial Stability Board, antigo Financial Stability Forum) e do Comitê da Basileia para Supervisão Bancária. Em outros casos, o G20 valeu-se de seu peso em instituições como o FMI para praticamente ditar regras e impor modificações no seu modo de operação, como no caso da mudança dos pesos atribuídos aos votos de um pequeno grupo de países emergentes na operação do Comitê Monetário e Financeiro, que fixa estratégias para as instituições de Bretton Woods.<sup>8</sup>

O sucesso do grupo foi mais ambíguo ao se considerarem as iniciativas de reforma da regulação financeira adotadas para dar uma maior segurança sistêmica ao setor financeiro. Por sua vez, há que se considerar a natureza intrinsecamente conservadora do G20. Isso se deve não apenas por ter sido o grupo fundado no âmbito do FMI, voltado para a preservação da influência desta instituição sobre países emergentes, mas também porque a composição de seus membros tende a refletir muito mais os interesses e posições de países mais avançados do que de países emergentes ou menos desenvolvidos (estes sequer representados e raramente lembrados para além da mera retórica). Assim, por exemplo, a postura com relação à liberalização das contas de capitais e à globalização financeira tem sido a de corrigir erros e ajustar instrumentos, mais do que questionar os seus pressupostos. O G20 era parte de uma estrutura institucional que refletia uma visão conservadora do papel e potencialidades dos mercados financeiros e isso não mudou depois da crise. A recomendação mais genérica que emana do grupo é a necessidade de se tomarem precauções mais fortes do que se acreditava ser preciso antes, não de questionamento da estratégia como um todo. Os comunicados das reuniões do G20, inclusive aquelas que reúnem chefes de Estado e de governo,

---

8. Também foram introduzidas mudanças na governança no Banco Mundial, que não são tratadas aqui.

insistem na natureza positiva do processo de liberalização, admitindo no máximo que ele pode ter se dado de modo mais acelerado do que seria apropriado, dadas as dificuldades de adaptação dos diversos países a esta situação.

O diagnóstico da crise financeira adotado pelo G20 foi coerente com essa visão. Não apenas o processo de liberalização em si não foi questionado, mas também a estratégia de regulação financeira prevalecente nos últimos anos, corporificada nos Acordos de Basileia, foi também confirmada. A avaliação realizada foi a de que as demandas feitas nos acordos eram corretas em natureza, mas não em intensidade.<sup>9</sup> Por meio do Conselho de Estabilidade Financeira e do Comitê da Basileia, o G20 determinou que as exigências regulatórias previstas em Basileia II, cuja implementação, nos países mais avançados, estava por se completar, deveriam ser endurecidas, aumentando as exigências de capital em relação aos ativos ponderados pelo risco, às quais deveriam se somar exigências em termos da manutenção de colchões adequados de liquidez nas instituições bancárias. Este conjunto de medidas, aprovado pelo G20, no final de 2010, está em processo de implementação, conhecido como Basileia III.

Se houve sucesso na definição da exigência de precauções adicionais por parte dos bancos na sua operação cotidiana, o êxito foi bem menor no que diz respeito à coordenação de medidas adicionais de regulação. Assim, enquanto uma série de países, especialmente entre emergentes, considerou que Basileia III era reforço suficiente para garantir a estabilidade de seus sistemas bancários (alegando que a resistência face à crise havia demonstrado a fundamental correção das estratégias utilizadas até então), entre os países desenvolvidos, os Estados Unidos definiram e aprovaram no Congresso suas próprias iniciativas em termos de reforma da regulação financeira, enquanto os países da União Europeia seguiram caminhos diversos. Não apenas não parece ter havido nenhum esforço mais sério de coordenação entre as iniciativas nas duas regiões, como também emergiram claros antagonismos entre ambas. Um caso significativo foi a adoção da Regra de Volcker na Lei Dodd-Frank (2010) de reforma financeira nos Estados Unidos, cujo objetivo declarado pelo seu inspirador foi precisamente restabelecer algum grau de separação entre as atividades de bancos comerciais e bancos de investimento desaparecida com o fim da Lei Glass-Steagal (1933), enquanto as iniciativas europeias confirmaram a preferência pelo modelo de banco universal na União Europeia. Certamente não representará qualquer surpresa a reemergência de conflitos competitivos entre bancos norte-americanos e europeus, repetindo os problemas ocorridos durante a vigência da Lei Glass-Steagal.

---

9. A rigor, houve uma crítica mais importante aos acordos dizendo respeito à negligência com a liquidez das instituições bancárias. A crítica, no entanto, foi fraseada mais em termos de aperfeiçoamento da estratégia aceita do que uma revisão mais profunda dessa mesma estratégia.

Esse potencial é extremamente importante, mas é apenas uma expressão do ressurgimento do conflito de visões que sempre marcou o desenvolvimento de sistemas financeiros nacionais modernos. Muitos acreditavam que este conflito não resistiria ao movimento de globalização, mas ele foi recolocado no centro dos debates. E não é a única fonte potencial de fricções, como as que o G20 supostamente deveria ser capaz de administrar. Iniciativas na regulação de derivativos, da ação de fundos de *hedge* e de outros segmentos do mercado financeiro também se constituem em fontes de tensão entre os Estados Unidos e a União Europeia, impedindo qualquer ação coordenada nessa área. Conflitos surgem ainda em várias outras áreas.

Outras fontes de instabilidade dramatizadas pela crise também permanecem em evidência, face às quais o G20 exhibe repetidamente sua impotência. Os fortes desequilíbrios cambiais que marcam a economia internacional nos últimos anos continuam a criar instabilidades sem que qualquer iniciativa de reforma ou controle seja seriamente examinada. Políticas monetárias continuam a ser adotadas de forma independente, desprezando completamente seus efeitos sobre outros países e não há qualquer sinal no horizonte de que exista disposição em mudar essa situação. Os debates em torno do sistema monetário internacional servem prioritariamente para marcar o posicionamento político de cada país, com escassos efeitos práticos sobre os procedimentos e instrumentos realmente existentes.

Assim, passada a emergência representada pelo colapso financeiro de 2008, o G20 parece carecer de um grau mínimo de convergência de visões que poderia dar alguma eficácia a um fórum no qual as decisões devem ser consensuais para que sua aplicação seja garantida pela força moral e política que substituí no caso o inexistente poder formal de compulsão. Assim, líderes dos países que assumem anualmente (em base rotativa) a presidência do grupo investem mais na tentativa de marcar a agenda internacional (como foi o caso da inclusão de preocupações com o desenvolvimento econômico ou das iniciativas anunciadas pelo presidente francês Nicolas Sarkozy, em 2011, na área de reforma monetária internacional), especialmente para uso nos debates de política interna, do que na busca de bases comuns para a formulação de uma agenda factível.

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Muitas expectativas cercaram a evolução do G20 para principal fórum internacional, em novembro de 2008. Especialmente para os países emergentes mais importantes, isso foi visto como um reconhecimento da importância que estes países assumiram no cenário internacional, um passo em um processo mais longo e profundo de reformulação das regras de relacionamento político e econômico entre as nações. Nesse sentido, a oportunidade de participação no G20 não poderia

ser desprezada. No entanto, como um fórum para a consideração de interesses mais amplos e visões mais variadas que aquelas reconhecidas, por exemplo, em agrupamentos mais restritos, como o G8, o G20 apresenta várias insuficiências. Por esta razão, países como o Brasil não devem deixar de fazer sua voz ser ouvida em grupos como o G20, mas devem procurar também manter ou iniciar atividades intensas seja em fóruns mais amplos, como, por exemplo, as Nações Unidas, ou mais restritos, como os diversos grupos de países emergentes e em desenvolvimento dos quais o país faz parte, como, por exemplo o Comitê da Basileia e o Financial Stability Board. Apenas devem ser evitadas aquelas instituições cuja afiliação implica compromissos institucionais definidos, como é o caso da OCDE. Países que caíram no “canto de sereia” de que eram suficientemente avançados para participar de organizações como esta, como no caso do México, pagaram caro pelo equívoco e pela pretensão. A adesão à OCDE implica renunciar à utilização de controles de capitais, a aceitação do princípio da independência de bancos centrais e outros princípios liberalizantes que reduzem a latitude de reação de governos frente a emergências, como a representada pela crise financeira atual.

Do futuro de associações como o G20, de qualquer forma, há pouco o que esperar. Hoje, passados poucos anos da emergência de 2007-2008, o grupo já parece paralisado pelas divergências de visões e interesses. A voz brasileira deve ser atuante, aqui como em outros fóruns, mas as esperanças e as expectativas devem se voltar para outros locais, inclusive para o exercício pleno de sua autonomia na definição e implementação de políticas que correspondam ao interesse nacional.

## REFERÊNCIAS

BLUSTEIN, P. **The chastening**: inside the crisis that rocked the global financial system and humbled the IMF. New York: Public Affairs, 2001.

CARVALHO, F. C. The IMF as crisis manager: an assessment of the strategy in Asia and of its criticisms. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 23, n. 2, p. 235/266, Winter 2000/2001.

\_\_\_\_\_. **Once again, on the question of IMF's conditionalities**. 2009. Disponível em: <[http://policydialogue.org/files/events/CardimdeCarvalho\\_question\\_IMFconditionalities.pdf](http://policydialogue.org/files/events/CardimdeCarvalho_question_IMFconditionalities.pdf)>.

DE VRIES, M. G. **Balance of Payments Adjustment, 1945 to 1986**: the IMF experience. Washington: IMF, 1987.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. G20. **Meeting of G20 Finance Ministers and Central Bank Governors**. Berlin: IFM, 15 -16 Dec. 1999.

\_\_\_\_\_.;\_\_\_\_\_. **Meeting of ministers and governors in Kleinmond**. South Africa: IMF, 17- 18 Nov. 2007.

STIGLITZ, J. **Globalization and its discontents**, New York, 2002.

SUMMERS, L. **The role of multilateral institutions in preserving international financial stability**. Treasury News, 1998.





## **REGULAÇÃO FINANCEIRA NOS ESTADOS UNIDOS: LEI DODD-FRANK DE REFORMA DE WALL STREET E PROTEÇÃO AO CONSUMIDOR NA PERSPECTIVA ATUAL E HISTÓRICA \***

Jan Kregel\*\*

### **1 INTRODUÇÃO**

Este capítulo apresenta as principais mudanças na regulamentação financeira nos Estados Unidos da América (EUA) introduzidas com a promulgação da Lei Dodd-Frank em 2010.<sup>1</sup> Expõe também as modificações mais importantes na legislação desenhadas para prevenir um colapso do sistema financeiro similar ao da crise de 2007-2008. A análise será baseada na estrutura analítica da fragilidade financeira proposta no trabalho de Hyman Minsky.

### **2 ANTECEDENTES NA HISTÓRIA DA REGULAMENTAÇÃO PRUDENCIAL NOS ESTADOS UNIDOS**

A regulamentação financeira nos Estados Unidos sempre foi singular. Não seguiu exemplos europeus, como fizeram muitas outras ex-colônias europeias. Particularmente, como colônia rebelde, rejeitou a regulamentação e a estrutura financeira britânicas. Até o início do século XX, não havia sido criado um banco nacional ou um banco central para dirigir o sistema financeiro ou atuar como o agente financeiro do governo. De fato, quando algo parecido a um banco nacional foi criado, este tinha uma estrutura de governança regionalmente diversificada que combinava o governo federal e banqueiros privados em 12 regiões. Originalmente, funcionou como um mecanismo para reunir as reservas bancárias, ao invés de algo semelhante ao Banco da Inglaterra ou a qualquer banco nacional europeu. Para se entender a recente legislação reguladora conhecida como Lei Dodd-Frank, torna-se necessário, assim, rever resumidamente a história da regulamentação do sistema financeiro americano.

\* Texto elaborado com informações disponíveis até abril de 2011.

\*\* Professor sênior do Levy Economics Institute of Bard College, Nova Iorque, e da Universidade de Tecnologia de Talin, Estônia. 1. O nome formal é "Uma lei para promover a estabilidade financeira dos Estados Unidos ao melhorar a responsabilização e a transparência no sistema financeiro, acabar com o *too big to fail*, proteger o contribuinte norte-americano ao acabar com os resgates financeiros, proteger os consumidores contra práticas abusivas de serviços financeiros, e para outros fins". O título resumido é Lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e Proteção ao Consumidor.

O sistema econômico norte-americano foi conduzido pela preferência da iniciativa privada sobre a atividade governamental e a intervenção na economia. E quando a intervenção governamental foi aceita, houve uma preferência pela intervenção na esfera dos estados, em vez de em âmbito do governo federal. Assim, se a Constituição reserva para o governo federal o direito de emitir moeda e de contrair dívidas, ela não faz qualquer menção à criação ou ao controle de instituições financeiras – bancos, por exemplo. Como resultado, desde o início da República, os bancos privados, com licença estadual, tenderam a dominar a emissão dos meios de pagamento mediante a oferta não regulamentada de suas próprias notas.

A regulamentação prudencial esteve então inicialmente concentrada em assegurar o valor de resgate das notas promissórias bancárias colocadas em circulação pelos banqueiros privados. Os Estados Unidos haviam criado o Banco dos Estados Unidos sob uma permissão temporária; porém, sem lhe conferir o monopólio da emissão de notas ou qualquer função reguladora formal. Na realidade, sua ação para melhorar a estabilidade dos bancos estaduais privados levou ao fracasso em reafirmar o Segundo Banco dos Estados Unidos como o Banco Nacional ou Central dos Estados Unidos, em 1832<sup>2</sup>. Com a introdução do Sistema Independente do Tesouro, baseado em pagamentos em ouro do governo federal, abdicou-se da função de emissor de meios de pagamento em favor das instituições financeiras do setor privado, que somente podiam ser criadas com a permissão e a regulamentação estatal.

Isso marcou o início de um período de “operações bancárias livres” (*free banking*), que durou desde a dissolução do Segundo Banco dos Estados Unidos em 1836 até a emissão do primeiro meio circulante federal – o então famoso *greenback* –, lançado pela União com o objetivo de prover financiamento para a Guerra Civil. Quando esta emissão limitada se mostrou insuficiente para as necessidades de financiamento da guerra, a União criou o Sistema Bancário Nacional, em 1863, acompanhado de uma agência reguladora, o Office of the Comptroller of the Currency – OCC (Escritório da Controladoria da Moeda), responsável pela supervisão da emissão das notas bancárias nacionais pelas associações bancárias nacionais autorizadas pelo governo federal.

No período de atividades bancárias livres, entre 1836 e 1863, os meios de pagamento eram compostos por notas de banqueiros privados, geralmente lastreadas em reservas em títulos relevantes de governos estaduais ou em espécie. Já o sistema de bancos nacionais autorizados exigia a manutenção de reservas em dívida do governo federal para a emissão das notas bancárias nacionais. Com o intuito de assegurar o predomínio destas notas, foi introduzido um imposto sobre as emissões dos bancos estaduais. Para defender sua posição, os bancos privados autorizados pelos estados substituíram suas emissões de notas

---

2. Nota dos editores: A carta-patente do primeiro Banco dos Estados Unidos vigorou entre 1791 à 1810. A carta-patente do segundo Banco dos Estados Unidos entre 1816 e 1836. Este recebeu uma carta-patente estadual e se tornou Banco dos Estados Unidos da Pensilvânia (United States Bank of Pennsylvania).

bancárias por depósitos sujeitos a verificação. Isto ampliou a necessidade de regulamentação prudencial sobre os depósitos bancários, bem como sobre as notas emitidas pelos bancos nacionais. Uma vez que os depósitos eram emitidos por bancos estaduais, eles eram regulamentados pelos governos estaduais. Isto criou uma dicotomia na regulamentação bancária norte-americana, com os reguladores dos estados responsáveis pela regulamentação prudencial dos depósitos captados pelos bancos estaduais e o OCC, pela supervisão das emissões de notas bancárias nacionais realizadas pelos bancos nacionais.

Antes da criação do Federal Reserve, o sistema financeiro nos Estados Unidos era um em que

(...) as quatro diferentes funções dos bancos (operações bancárias comerciais, fiança e seguro, subscrição corporativa e intermediação), cada qual essencial para o setor, e cada uma delas exercida originalmente por um conjunto distinto de profissionais, tornaram-se unificadas na figura do banqueiro de investimento (BRANDEIS, 1933, p. 5-6).

Parecia óbvio que tal sistema não seria propício à concorrência:

É possível existir realmente barganha quando o mesmo homem está em ambos os lados da negociação? O banqueiro de investimento, por meio de sua influência controladora sobre o Board of Directors (Conselho de Administração), decide quando a corporação deve emitir e vender títulos, decide o preço pelo qual deve vendê-los e ainda decide que deve vender os títulos para si mesmo (*op. cit.*, p. 11).

Brandeis (1933, p. 26) observou ainda que os grandes lucros que resultaram da concentração “levaram a uma mudança revolucionária na condução das nossas principais instituições bancárias”, que procuraram se tornar bancos de investimento, levando-os a se “afastarem da verdadeira esfera da atividade bancária, que é a realização de empréstimos temporários para as empresas”. Entretanto, a principal crítica foi que o controle dos depósitos bancários – dinheiro de outras pessoas – era a fonte desse poder de concentração e dos lucros exorbitantes dos bancos de investimento.

A observação de Brandeis (1933), em relação ao movimento no início da década de 1900, de concentração das atividades bancárias em grandes bancos de investimento multifuncionais deve ser vista no contexto de que, inicialmente, os bancos nacionais tinham sido autorizados a participar plenamente nas atividades do mercado de capitais. Entretanto, após um questionamento do Escritório da Controladoria da Moeda sobre o direito dos grandes bancos de Nova Iorque de operarem com *securities* (títulos e ações), em 1908, a regulamentação dos bancos nacionais passou a permitir apenas atividades bancárias comerciais. Os bancos nacionais, então, passaram a enfrentar uma desvantagem competitiva crescente em relação aos bancos com permissão estadual, que eram normalmente autorizados a operar sem restrição nos mercados de capitais. Para proteger sua lucratividade, os bancos nacionais passaram a criar filiais para operar com *securities* autorizados pelos estados, com o que ficavam fora da jurisdição reguladora do Escritório

da Controladoria da Moeda. A primeira destas filiais foi formada sob autorização estadual pelo First National City Bank, em 1911.

A existência de limitações legais sobre a emissão máxima de *greenbacks* e, subsequentemente, de notas bancárias nacionais significava que a oferta de moeda era independente das necessidades comerciais, e não havia maneira de aumentar a oferta de notas para atender à perda frequente de confiança nos depósitos dos bancos estaduais. Em 1875, a restrição sobre a emissão de notas foi removida; porém, isto não proporcionou uma oferta suficientemente elástica de moeda. A necessidade de uma moeda mais elástica levou à criação do Federal Reserve System, composto de 12 bancos distritais que podiam emitir suas notas. Estas notas tinham de ser lastreadas em 40% de ouro e 60% em duplicatas descontadas de empréstimos comerciais privados.

A questão da elasticidade da emissão de notas foi então resolvida com a adoção de uma forma da doutrina de “notas reais”, que restaurou o papel do banco comercial – enquanto recebedor de depósitos e emprestador de recursos no curto prazo para fins comerciais – como instituição central no sistema. Isto finalmente tornou a emissão dos meios de pagamento única e unificada, mas manteve os passivos de qualidade diversificada emitidos pelos bancos estaduais e nacionais. Como resultado, a principal tarefa da supervisão prudencial tornou-se a de garantir a manutenção da convertibilidade dos depósitos dos bancos privados em notas do Fed.

Mas foi a Lei Pepper-McFadden, de 1927, que finalmente esclareceu a gama de atividades permitidas aos bancos nacionais. Nesse período, os bancos nacionais que estavam limitados a atividades bancárias comerciais sofreram com a queda da lucratividade. Em muitos estados, a expansão contínua das atividades bancárias livres levou ao aumento generalizado do número de bancos. Ao mesmo tempo, o *boom* do mercado de ações da década de 1920 trouxe consigo a possibilidade de os clientes de bancos comerciais nacionais satisfazerem suas necessidades de financiamento de curto prazo por meio de emissões no mercado de capitais.

Mesmo antes do *crash* do mercado de ações em 1929, os analistas já previam o fim dos bancos comerciais, à medida que os empréstimos bancários concedidos pelos bancos nacionais continuavam a declinar. Lauchlin Currie, consultor do Federal Reserve e do Tesouro na década de 1930 (CURRIE, 1931, p. 701-702), observou que, ao longo do período 1922-1928, houve uma tendência de as firmas grandes e bem-sucedidas reduzirem seus empréstimos bancários devido à “percepção dos perigos inerentes aos empréstimos de qualquer natureza e, particularmente, aos empréstimos bancários” (*op. cit.*, p. 708). Se Currie estava certo na identificação da causa do declínio dos empréstimos comerciais, ou se era apenas o fato de que as firmas foram incentivadas pelos bancos a se dirigirem às suas filiais para operar com *securities*, uma vez que o *boom* do mercado de capitais tornava muito mais barata a captação direta de fundos, enquanto o Fed colocava pressão

sobre as taxas de juros, o resultado final foi o declínio da qualidade e da liquidez dos ativos dos bancos “comerciais”.

A solução para a necessidade terrível dos bancos comerciais de fontes adicionais de receita foi fornecida pela Lei McFadden, que permitiu aos bancos nacionais “comprar e vender sem recorrer a obrigações comercializáveis na forma de títulos, notas ou debêntures, usualmente conhecidas como valores mobiliários (*investment securities*) (...) Isso não incluiu o poder de comprar e vender ações” (VALENTINE, 1951, p. 400).

Apesar da expansão das atividades que a lei permitiu, os bancos nacionais foram mais longe e contornaram a regulação de suas atividades ao organizarem subsidiárias independentes sob autorização estadual para operar com *securities*.

Geralmente falando, pode-se afirmar que em 1929 na área de financiamento de longo prazo, os bancos comerciais e suas subsidiárias ocupavam uma posição comparável à dos bancos de investimento privados do ponto de vista das instalações físicas, do capital empregado e do volume de *securities* (valores mobiliários) subscritos e distribuídos (*op. cit.*, p. 401).

A combinação de funções em uma única instituição, deplorada por Brandeis (1933), era assim reconstituída.

Após o colapso do mercado de ações de 1929, as condições enfrentadas pelos bancos comerciais se deterioraram rapidamente. Currie observou:

Se o progresso econômico continuar associado à importância crescente das empresas de maior porte com acesso aos mercados de ações e de títulos, existe uma forte possibilidade de o empréstimo comercial continuar a declinar no futuro. O declínio no empréstimo comercial, em outras palavras, parece estar intimamente relacionado com a alteração da estrutura dos negócios que está ocasionando uma mudança nos métodos de financiamento das empresas (CURRIE, 1934, p. 41).

Ele sugere que os bancos serão deixados com depósitos de poupança como fonte de recursos para os empréstimos individuais, enquanto outras instituições devem surgir para atender a qualquer demanda de empréstimos além da capacidade desses bancos (*op. cit.*, p. 152).

De qualquer modo, o feriado bancário em 1933 e a depressão produziram uma forte reação regulatória na forma da Lei Glass-Steagall. O principal objetivo da lei pode ser visto como sendo a regulamentação prudencial dos bancos para garantir o valor dos depósitos bancários em termos de notas do Federal Reserve. Ela assim o fez por meio do restabelecimento da separação das atividades bancárias comerciais e de investimentos, limitando as atividades dos bancos comerciais recebedores de depósitos a empréstimos comerciais de curto prazo. Seguiu assim a recomendação de Brandeis (1933) de estabelecer uma correspondência direta

entre a definição de uma instituição regulamentada e sua função de prover depósitos, excluindo os bancos de investimento dessa atividade.

A legislação reconheceu claramente que as dificuldades haviam sido ocasionadas pela lucratividade declinante dos bancos comerciais. Assim, uma regulamentação efetiva tinha de ser compatível com o restabelecimento da lucratividade desses bancos. Por ocasião dos novos regulamentos, cerca de metade dos lucros dos bancos nacionais eram gerados em atividades no mercado de capitais. Para substituir estas fontes de lucro agora proibidas, estabeleceu-se um monopólio sobre os depósitos e limitou-se a expansão excessiva dos bancos por meio da provisão pela Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC (Corporação Federal de Seguros de Depósitos) de um seguro sobre os depósitos mediante um prêmio subsidiado, e, com o Regulamento Q do Federal Reserve, limitaram-se os custos dos fundos, fixando-se as taxas de juros sobre depósitos à vista em zero.

O segundo objetivo da legislação do New Deal foi proteger os indivíduos contra a fraude e a malevolência que haviam sido identificadas nas atividades das filiais dos bancos nacionais criadas para operar com *securities* e autorizadas pelos estados. A regulamentação das atividades das firmas nos mercados de capitais seguiu, assim, uma lógica similar à da Lei de Atividades Bancárias (Banking Act). Sob as leis de valores mobiliários do New Deal, todas as outras firmas financeiras, tais como bancos de investimento e companhias de valores mobiliários, foram definidas como instituições envolvidas naquelas atividades que estavam excluídas dos bancos comerciais – a saber, *securities* (títulos e ações). Na realidade, os bancos de investimento foram incluídos na Glass-Steagall de 1933 somente no último momento, porque, apesar de suas atividades principais serem de subscritores e intermediários no mercado de capitais, utilizavam pouco capital. Entretanto, estas instituições mantinham quantias substanciais de dinheiro de clientes corporativos na forma de depósitos, especialmente como resultado de subscrições de grandes clientes, ao invés de recursos do público em geral. Assim, a coerência legislativa exigiu que eles fossem tratados apenas como outros receptores de depósitos. Porém, tal exigência os impedia de realizar sua principal atividade de subscrição e intermediação. Muitos bancos de investimento decidiram, assim, parar de aceitar depósitos, limitando a forma de financiamento de suas atividades a empréstimos tomados nos mercados de capital privados ou ao uso de capital de parceiros.

Em contraste com os bancos comerciais, a regulamentação dessas instituições financeiras “excluídas” foi realizada de forma completamente diferente, mediante a criação da Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos (Securities

and Exchange Commission – SEC).<sup>3</sup> Ao invés de se basear na definição do tipo de instituição, a autoridade regulatória baseou-se nos ativos negociados pela instituição financeira: ou seja, se envolvida na atividade de efetuar transações com *securities* em favor de terceiros, ou envolvida na atividade de compra e venda de *securities* para seu próprio benefício. A regulamentação foi, assim, fundamentada na definição do produto – o tipo de *security*, independentemente da organização – ou na definição da firma como corretora ou negociante, subscritora ou principal investidora. Todas as instituições que realizavam estas atividades foram classificadas por exclusão como bancos de investimento. Isto ocorreu porque os legisladores do New Deal estavam mais preocupados em proteger os investidores individuais em valores mobiliários do que em regulamentar as atividades das firmas que comercializavam e vendiam *securities*. O principal princípio organizador da SEC era assim “explicitado” – prover transparência, em vez de prover regulamentação prudencial por meio de reservas de capital ou de perda nos empréstimos.

Juntas, as restrições sobre as atividades permitidas e a proteção destas atividades visavam prover suporte para duas funções básicas do sistema financeiro: *i*) proporcionar um sistema de transações protegido e seguro, ao garantir o valor de depósitos em bancos segurados; e *ii*) garantir que o financiamento estivesse disponível aos tomadores de empréstimos comerciais para apoiar a continuidade de suas operações de produção, deixando o financiamento de longo prazo dos investimentos comerciais a cargo das instituições financeiras não seguradas especializadas nas atividades de mercado de capitais. Esta foi a famosa separação entre atividades bancárias e financeiras que era a regra da regulamentação norte-americana de 1933 até os anos 1970.

### 3 MUDANÇAS NA ESTRUTURA REGULATÓRIA ANTES DA CRISE DE 2007-2008

Contudo, conforme a crise dos anos 1930 se apagava da memória, os economistas começaram a ver estas proteções como geradoras de um monopólio para os bancos receptores de depósitos, as quais, como outras restrições de mercado, produziram ineficiências econômicas na operação dos próprios bancos protegidos, que se tornariam eventualmente vulneráveis à concorrência das instituições não regulamentadas e mais eficientes. Com efeito, argumentavam que estas restrições ao mercado eram não apenas desnecessárias para prover estabilidade financeira, mas também poderiam produzir o resultado oposto. Característica desta posição é a afirmação de que

a maioria das propostas individuais focou no aumento da segurança bancária por meio da redução da concorrência em uma determinada área (...) [assim] a lei, como um todo, era abertamente anticoncorrencial. (...) O setor de atividades bancárias comerciais ficou

3. Nota dos editores: a SEC é uma agência federal criada pela Lei do Mercado de Capitais de 1934 (Securities Exchange Act, 1934) com o objetivo de administrar a aplicação desta lei e da Lei de Valores Mobiliários de 1933 (Securities Act, 1933). Entre as principais responsabilidades desta comissão, encontram-se a supervisão de todas as bolsas de valores e associações nacionais, das sociedades de investimento (*investment companies*), de consultores e conselheiros financeiros, de corretores e operadores do mercado de balcão (*over the counter*) e de praticamente todas as pessoas físicas e jurídicas que operam na área de investimentos. Ademais, toda emissão de valores oferecida no comércio interestadual ou por meio da mídia impressa deve ser registrada junto à SEC (Dicionário de Termos Financeiros e de Investimento de Downes e Goodmar, 1993).

progressivamente em desvantagem com relação aos outros setores que poderiam oferecer produtos similares com menores restrições. (...) Hoje, existe uma concordância geral entre os economistas de que a maioria das, se não todas as, restrições impostas pela Lei de Atividades Bancárias não são mais necessárias, se é que alguma vez o foram, pelo menos para restringir o risco (KAUFMAN, 1988, p. 184-185).

O resultado foi um movimento para remover as restrições sobre as operações das instituições financeiras que culminou na Lei Gramm-Leach-Bliley de Modernização de Serviços Financeiros de (GLB) 1999, que eliminou a separação da Glass-Steagall e criou a possibilidade de que *holding* bancárias (*bank holding companies*) operassem em qualquer área dos serviços financeiros.

Entretanto, quando a lei foi promulgada, a maioria das restrições e das limitações de 1933 já havia sido removida por decisões administrativas dos reguladores ou por processos judiciais. A Seção 16 da Lei Glass-Steagall conferia aos bancos regulados “todos os poderes supervenientes que forem necessários para realizar as atividades bancárias” (KROOSS, 1969, p. 2.755). A maior parte das exceções que permitiram aos bancos comerciais se adequarem à concorrência inovadora dos bancos não segurados e que levou à erosão progressiva da Glass-Steagall adveio de interpretações da expressão “poderes supervenientes”. Já em 1981, uma decisão da Suprema Corte afirmou que as seções 16 e 21 se aplicavam somente aos bancos, e não às *holding* bancárias. A FDIC, decidiu, então, que as proibições sobre as negociações de *securities* da seção 21 da Lei Glass-Steagall não deveriam se estender às subsidiárias de bancos segurados não membros. Mas foi a OCC a mais ativa em estender a operação dos bancos membros para atividades envolvendo valores mobiliários, supostamente proibidas, por meio da interpretação liberal da expressão “poderes supervenientes” para abranger atividades que não eram especificamente mencionadas na seção 16 como sendo compatíveis com a “atividade bancária”. Como resultado da crescente globalização, os reguladores estavam preocupados não apenas com a segurança e a estabilidade das instituições financeiras, mas também com a capacidade de os bancos dos Estados Unidos competirem em escala global. No ambiente regulatório internacional, a Glass-Steagall era uma anomalia e em muitos países os bancos universais – aos quais se permite o envolvimento em todos os tipos de serviços financeiros – eram a norma. Desse modo, num contexto de crescentes déficits das contas externas dos Estados Unidos, apoiar a expansão global dos bancos norte-americanos tornou-se um objetivo adicional da regulamentação.

Assim, no final de 1999, a GLB aboliu a segregação das instituições em função da atividade financeira imposta pela Glass-Steagall e, em lugar disso, permitiu a criação das *holding* financeiras integradas que podiam oferecer qualquer combinação de serviços financeiros. Este foi o ápice de uma iniciativa de longo



prazo orquestrada pelo setor de serviços financeiros para suprimir a legislação do New Deal. A lei foi baseada no argumento de que havia economias substanciais a serem alcançadas por meio de vendas cruzadas de serviços financeiros e da consequente possibilidade de se aumentar o *hedge* interno cruzado de riscos entre os grandes conglomerados financeiros multifuncionais. Alegou-se que a simbiose entre os diferentes serviços financeiros aumentaria os rendimentos dos ofertantes desses serviços, bem como reduziria o risco assumido pelas grandes instituições. Assim, a lei de 1999 simplesmente ratificou as mudanças que já haviam sido colocadas em prática no mercado e nos tribunais. Esta era a estrutura regulatória em operação no início da crise, ambiente no qual as grandes *holding* bancárias estavam funcionando com muito pouca regulamentação em todas as dimensões dos serviços financeiros.

A introdução das empresas integradas multifuncionais de serviços financeiros teve duas consequências importantes. Primeiro, significava que as *holding* financeiras seriam bem maiores que quaisquer bancos comerciais receptores de depósitos ou bancos de investimento não segurados haviam sido no passado, uma vez que a expansão não estaria limitada à provisão de qualquer serviço específico, como fora o caso na Glass-Steagall. No que concerne aos bancos de investimento, o tamanho havia sido restringido pela proibição de levantar *core deposits*<sup>4</sup> e por sua estrutura associativa. Essa última restrição foi removida quando os bancos de investimento se converteram em companhias públicas de responsabilidade limitada para levantar capital nos mercados acionários. Até a desregulamentação do mercado de capitais nos anos 1970, a New York Stock Exchange – NYSE (Bolsa de Valores de Nova Iorque) proibia a listagem destas companhias; a mudança foi iniciada pela empresa de corretagem Donaldson, Lufkin & Jenrette e seguida, na década de 1980, pelos bancos de investimentos de maior porte, sendo o último o Goldman Sachs, na preparação para a revogação da Glass-Steagall, em 1998.

Segundo, as economias de escala e a redução de risco que resultaram do *hedge* interno cruzado de posições fizeram com que este risco ficasse mais amplamente disseminado entre as diferentes atividades e, assim, aumentasse a correlação dos riscos entre elas. Entretanto, segundo o Grupo de Supervisores Seniores (Senior Supervisors Group – SSG)<sup>5</sup> mesmo que isto tenha

4. Nota dos editores: *core deposits* são os depósitos realizados por clientes localizados na região tida como o mercado demográfico natural de um banco. Assim, seriam a fonte mais estável de recursos captados pelos bancos para compor sua base de empréstimos, uma vez que os clientes dessa área tendem a ser mais leais e consistentes. Uma tradução mais próxima seria *base permanente de depósitos*.

5. O Senior Supervisors Group – SSG (Grupo de Supervisores Sêniores) foi formado para avaliar como as fraquezas na gestão de risco e nos controles internos contribuíram para a agonia do setor durante a crise financeira, e compreendeu supervisores seniores de sete agências financeiras: a Comissão de Bancos da França (French Banking Commission), a Autoridade Supervisora Financeira Federal Alemã (German Federal Financial Supervisory Authority), a Comissão Federal de Bancos Suíça (Swiss Federal Banking Commission), a Autoridade para Serviços Financeiros do Reino Unido (UK Financial Services Authority) e, nos Estados Unidos, o OCC, a SEC e o Federal Reserve. Para sua análise conjunta, ver SSG (2008).

efetivamente ocorrido, parece que houve muito pouco compartilhamento de informações sobre as exposições entre as diferentes funções das instituições financeiras conglomeradas – o que veio a ser chamado de mentalidade “silo” da gestão financeira, na qual as informações permanecem isoladas dentro de cada atividade separada da instituição financeira. O resultado do *hedge* cruzado e da integração dos produtos foi a criação de conglomerados financeiros demasiado grandes e integrados, de modo que qualquer um deles seria necessariamente resgatado quando se tornasse insolvente. Na realidade, ao invés de distribuir o risco para aqueles mais capazes de suportá-lo, este foi distribuído e redistribuído até que fosse impossível localizar quem era de fato a contraparte responsável por assumi-lo. Logo, o risco da contraparte se somou aos riscos mais tradicionais de *funding*/liquidez e de taxa de juros enfrentados pelas instituições financeiras. Ele substituiu o que eram inicialmente os mais importantes dos riscos bancários: os riscos de empréstimo ou de crédito.

Com relação à origem da recente crise na supervisão de empréstimo hipotecário, mesmo antes da lei de 1999, as *holding* bancárias haviam aberto subsidiárias de hipotecas, ou comprado companhias independentes de financiamento ao consumidor, originando hipotecas *subprime*. O Federal Reserve assumiu a responsabilidade pela supervisão das *holding* bancárias, mas decidiu que estas subsidiárias de hipotecas não seriam supervisionadas quanto ao cumprimento das leis federais que protegiam os tomadores de empréstimo, uma vez que não tinham sido anteriormente submetidas à regulação. Em janeiro de 1998, o Board of Governors of the Federal System<sup>6</sup> decidiu por unanimidade formalizar uma prática de longa data, a de “não realizar exames de conformidade ao consumidor, ou não investigar reclamações dos consumidores com relação às subsidiárias não bancárias de *holding* bancárias”. Esta decisão foi então aplicada a qualquer firma não bancária que se tornou subsidiária de uma *holding* bancária. Um relatório de 1999 da General Accounting Office<sup>7</sup> advertiu que a decisão do Fed criava “uma lacuna de supervisão regulatória”, porquanto somente o Fed estava em posição de supervisionar as subsidiárias. O seu papel de regulador das *holding* bancárias foi reforçado na Lei Gramm-Leach-Bliley, mas só foi exercido para as hipotecas originadas por intermédio das subsidiárias bancárias da *holding company* receptoras de depósitos.

Assim, no momento em que os bancos estavam mudando sua exposição de capital para os empréstimos hipotecários fora do balanço por meio da criação de

6. Nota dos editores: o Board of Governors of the Federal Reserve System, ou Diretoria do Sistema da Reserva Federal, é um órgão administrativo do Fed que estabelece a política a ser observada nas questões relativas à regulamentação bancária e à base monetária (Downes e Goodman, 1993).

7. Nota dos editores: A General Accounting Office é uma agência pública independente e apartidária que trabalha para o Congresso norte-americano. O escritório teve o seu nome alterado em julho de 2004 para Government Accountability Office (GAO). Ver o sítio disponível em: <<http://www.gao.gov/index.html>>.

entidades de propósito especial, eles moveram estas atividades para fora do alcance dos reguladores, ao criarem e adquirirem subsidiárias de hipotecas que eram tecnicamente reguladas, mas que haviam sido declaradas fora do âmbito de supervisão do Fed. Como resultado, cerca de 13% do total nacional de empréstimos *subprime* realizados entre 2004 e 2007 pelas subsidiárias dos bancos não foram de fato regulados, apesar de o Fed ter o poder e o direito de fazê-lo (UNITED STATES, 2000, p. 29). Um relatório conjunto do Departamento do Tesouro e do Departamento de Habitação e Desenvolvimento Urbano de 2000 sobre empréstimos predatórios observou a falha do Fed no uso da sua autoridade para investigar as evidências de práticas de empréstimo abusivas e recomendou uma política de verificação direcionada, bem antes de os atuais abusos terem começado.

#### 4 MEDIDAS TEMPORÁRIAS URGENTES EM RESPOSTA À CRISE

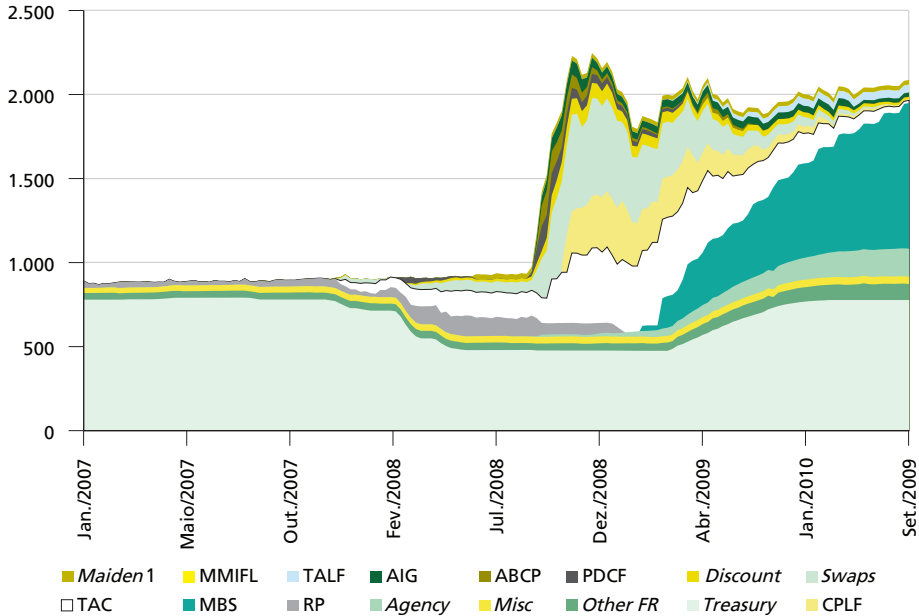
Não é objetivo deste capítulo explicar o advento e o desenvolvimento da crise. Isto já foi feito em outro lugar. É, entretanto, importante para o entendimento da resposta regulatória subsequente conhecer o conjunto de medidas emergenciais de suporte que foi introduzido à medida que a crise evoluiu e que proporcionou o contexto para as subseqüentes ações legislativas do Congresso.

A resposta à crise foi baseada na ideia de que ela era imprevisível, equivalente a uma inundação de 500 anos resultante de uma improvável “tempestade perfeita” de fatores que dificilmente se repetiria; uma vez que o dano fosse colocado sob controle ao serem eliminados os ativos “tóxicos” lastreados em hipotecas, o sistema financeiro teria sua rigidez restaurada. A ideia era usar medidas urgentes para restaurar a liquidez e reconduzir os empréstimos bancários ao normal. Esta era a lógica por trás do Troubled Asset Relief Program (TARP), aprovado pelo Congresso em 2008 para remover os ativos tóxicos dos balanços dos bancos e injetar capital novo, e das ações do Fed para estender o acesso ao suporte do emprestador de última instância por meio de operações de redescontos a todas as instituições financeiras e algumas não financeiras, e na promoção da *política de taxa de juros zero* (*zero interest rate policy* – ZIRP) e da *flexibilização quantitativa* (*quantitative easing* – QE) para reduzir as taxas de juros sobre os títulos de médio prazo do governo. Isto duplicou o seu balanço para mais de US\$ 2 trilhões, quase metade dos quais era de títulos hipotecários. A FDIC também forneceu garantias aos grandes bancos no valor de US\$ 300 bilhões, e as empresas patrocinadas pelo governo (*government sponsored enterprises* – GSE) – Fannie Mae e Freddie Mac – compraram mais de US\$ 100 bilhões de obrigações hipotecárias securitizadas. Além disso, o Internal Revenue Service<sup>8</sup> concedeu isenções de imposto aos bancos que assumissem os

8. Nota dos editores: instituição que corresponde à Receita Federal no Brasil.

ativos de bancos falidos. As estimativas do suporte total incluindo as garantias implícitas alcançam US\$ 14 trilhões (PRINS, 2010).

GRÁFICO 1  
Composição do balanço do Federal Reserve  
(Em US\$ bilhões)



Fonte: Federal Reserve System Statistical Release H.4.1.

Obs.: *Maiden 1*: participação líquida nas carteiras da Maiden Lane Limited Liability Companies (LLC).

MMIFL: participação das LLCs financiadas via Money Market Investor Funding Facility.

TALF: empréstimos concedidos via Term Asset-Backed Securities Loan Facility.

AIG: soma dos créditos concedidos ao American International Group Inc., além da participação líquida nas carteiras da Maiden Lane II e III.

ABCP: empréstimos concedidos ao Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility.

PDCF: empréstimos concedidos aos *primary dealers* e *broker-dealers credit*.

*Discount*: soma dos créditos primários, secundários (empréstimos de redescontos) e sazonais.

*Swaps*: *liquidity swap* do Banco Central.

CPLF: participação líquida nas carteiras das LLCs financiadas via Commercial Paper Funding Facility.

TAC: *term auction credit* (leilão de crédito a prazo).

MBS: *mortgage-backed securities* (títulos lastreados em hipotecas) detidos em definitivo.

RP: *repurchase agreements* (acordos de recompra).

*Agency*: títulos de dívidas das agências federais detidas em definitivo.

MISC: soma de *float*, estoque de ouro, direitos especiais de saque e papel moeda em circulação.

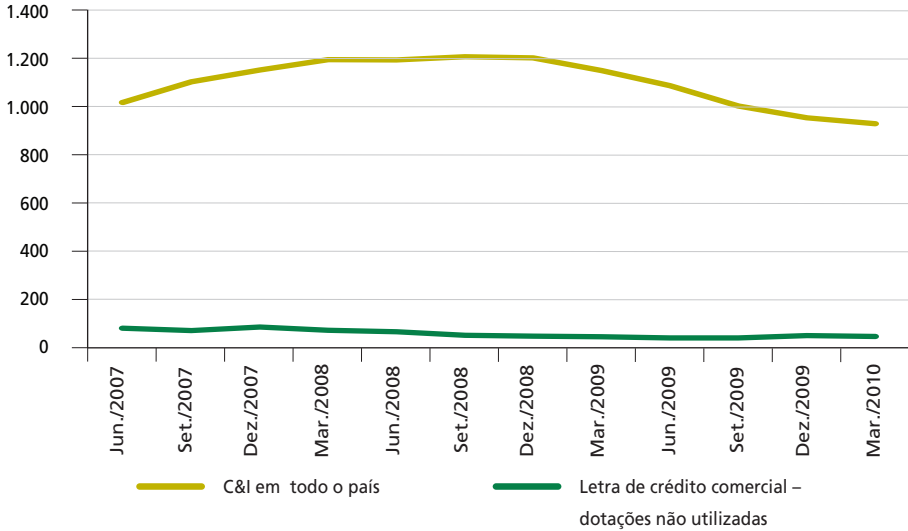
*Other FR*: outros ativos de reserva do Federal Reserve.

*Treasury*: títulos do tesouro dos Estados Unidos detidos em definitivo.

Entretanto, conforme pode ser visto nos gráficos 2 a 4, não houve aumento nos empréstimos bancários – ao contrário, eles caíram. Logo, as medidas urgentes tiveram sucesso na prevenção de posterior insolvência das grandes instituições financeiras, mas pouco fizeram para que os mercados financeiros voltassem ao normal.

GRÁFICO 2

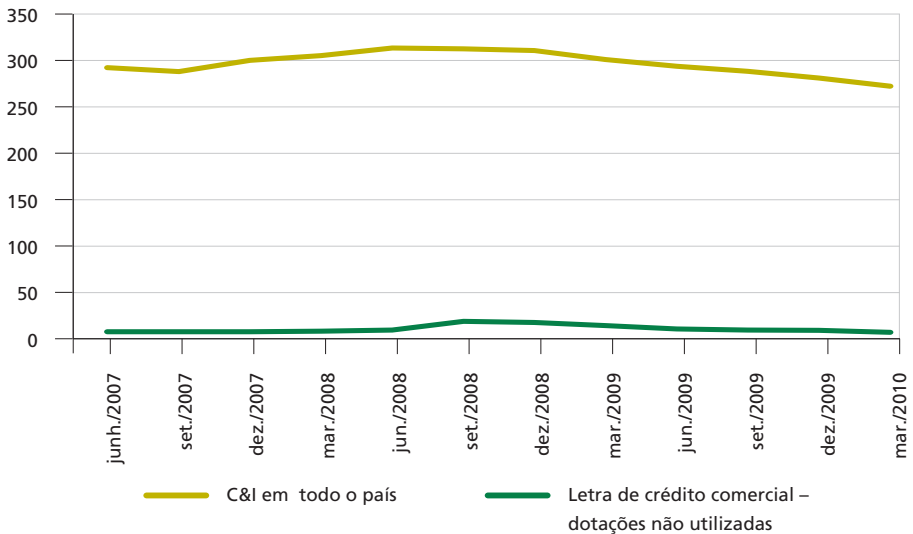
**Empréstimos para empresas comerciais e industriais (C&I) de grandes bancos superiores a US\$10 bilhões de ativos**  
(Em US\$ bilhões)



Fonte: Institutional Risk Analytics.

GRÁFICO 3

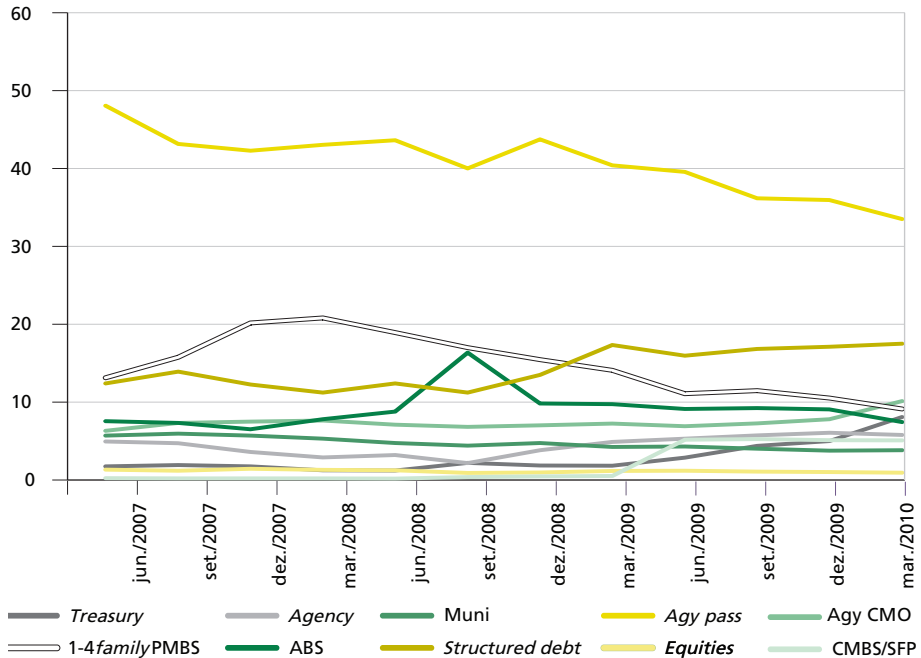
**Empréstimos para empresas comerciais e industriais (C&I) de médios/pequenos bancos superiores a US\$10 bilhões de ativos**  
(Em US\$ bilhões)



Fonte: Institutional Risk Analytics.

GRÁFICO 4

Valores mobiliários detidos pelas 25 maiores sociedades *holding* de bancos  
(Em %)



Fonte: Institutional Risk Analytics. Disponível em: <<http://us1.institutionalriskanalytics.com/www/index.asp>>.

Obs.: Treasury: títulos do Tesouro dos EUA.

Agency: obrigações da agência do governo dos EUA, excluindo-se MBS.

Muni: títulos municipais.

Agy pass: títulos lastreados em hipotecas com *pass through* criados por agências governamentais (*mortgage-backed pass-through security*).

Agy CMO: hipotecas com garantia real emitidas por agências governamentais (*collateralized mortgage obligation*).

1-4 family PMBS: títulos lastreados em hipoteca privada residencial 1-4.

ABS: títulos lastreados por contrato de empréstimos à receber de titularidade de bancos ou outros fornecedores de crédito (*asset backed securities*, no original).

Structured debt: instrumentos de dívida estruturada, doméstica e estrangeira.

Equities: fundos mútuos e instrumentos de capital próprio (ações).

CMBS: títulos lastreados em hipotecas comerciais, incluindo *pass-thru's* (*commercial mortgage backed securities*, no original).

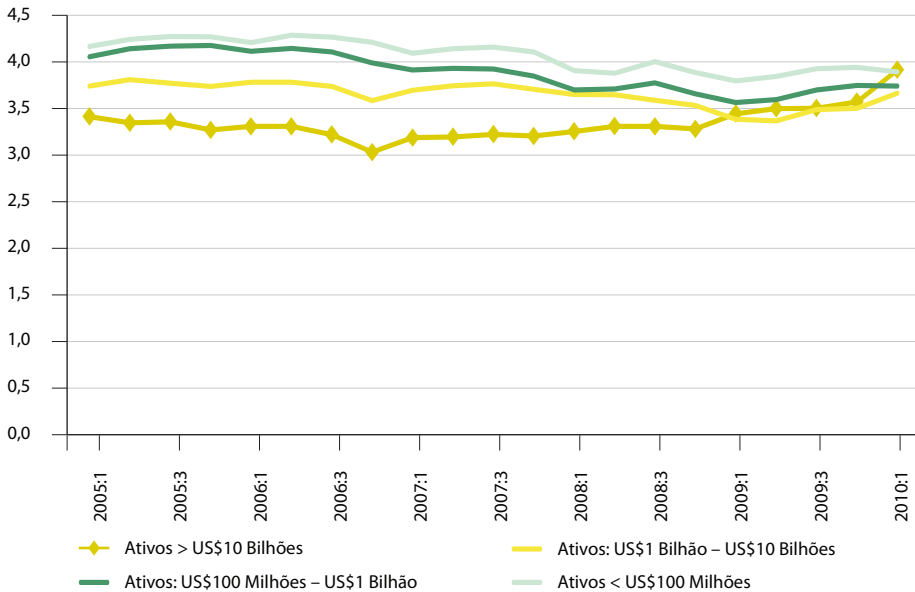
SFP: produtos financeiros estruturados (*structured finance products*, no original).

## 5 RECUPERAÇÃO DAS GRANDES *HOLDING* BANCÁRIAS: *BUSINESS AS USUAL*?

O gráfico 4 mostra que, enquanto não houve aumento nos empréstimos para financiar a construção e as atividades industriais, esses bancos aumentaram suas participações em produtos de dívida estruturada e produtos de finança estruturada. Além disso, as maiores *holding* bancárias declararam aumentos acentuados nos lucros, principalmente em razão de suas atividades de

negociação com fundos próprios em renda fixa, moedas e *commodities*, e de subscrição. Ao lado do aumento nos *spreads* devido à maior concentração nas atividades de banco de investimento, esse aumento foi largamente resultante da capacidade de acessar fundos a uma taxa média inferior a 1%. De fato, um banco informou que era capaz de obter *funding* por meio de operações *repo*<sup>9</sup> à taxa de -0,5 %.

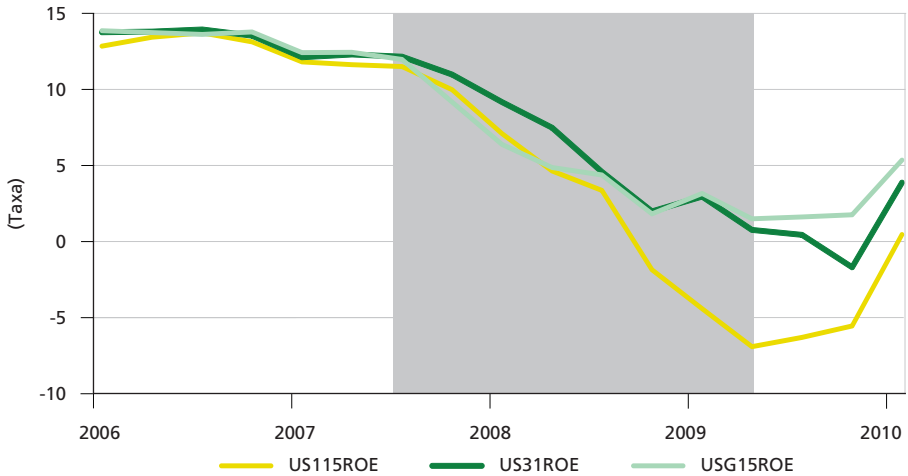
GRÁFICO 5  
Margens trimestrais de juros líquidos por tamanho de ativo  
(Em %)



Fonte: FDIC Quarterly Banking Profile; Ratios by Asset Size Group. Disponível em: <<http://www2.fdic.gov/qbp/>>.

9. Nota dos editores: *repurchase agreement*, ou *repo*, é um contrato de recompra, geralmente envolvendo títulos do governo americano, por meio do qual o vendedor concorda em recomprar os títulos a um preço combinado e numa data específica. Além de servir como veículo de investimento no mercado monetário para os bancos e outras instituições financeiras, os contratos de *repo* também são utilizados como instrumentos de política monetária pelo Federal Reserve.

GRÁFICO 6  
Retorno sobre o patrimônio médio dos bancos dos EUA<sup>1</sup>



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis. Disponível em: <<http://research.stlouisfed.org/>>.

Nota: <sup>1</sup> Com ativos médios superiores a US\$ 15 bilhões (USG15ROE); entre US\$ 1 bilhão e US\$ 15 bilhões (US\$ 115 ROE); e entre US\$ 300 milhões e US\$ 3 bilhões (US\$ 31 ROE)

Obs.: as áreas sombreadas indicam recessões nos Estados Unidos.

## 6 PROPOSTA DE REFORMAS NO CONGRESSO: PROTEGER O CONTRIBUINTE

Como resultado dessa recuperação do desempenho das grandes *holding* bancárias, a urgência de reforma radical que estava presente no outono de 2008 foi em parte dissipada. O objetivo básico por trás da reforma mudou da reestruturação do sistema financeiro para a garantia aos contribuintes eleitores de que o Congresso havia tomado medidas radicais para garantir que no futuro as instituições financeiras fossem responsáveis pelos custos de seu malogro. Assim, a proteção do contribuinte de ter de financiar resgates no setor financeiro substituiu a estabilidade do sistema enquanto objetivo principal do processo de reforma. Uma vez que a FDIC possui um processo eficiente para socorrer bancos assegurados insolventes de pequeno e médio porte, mas é considerada incapaz de aplicar este processo para as grandes *holding* bancárias cuja falência pode ocasionar turbulência sistêmica, a ênfase da reforma tem sido o problema de lidar com os bancos grandes demais ou interconectados demais para falir. De fato, a FDIC fechou mais de 300 bancos de pequeno e médio porte desde o início de 2008, sem qualquer perda nos depósitos garantidos ou qualquer turbulência nos mercados. Entretanto, este processo não tem sido usado no caso dos grandes bancos assegurados que receberam suporte financeiro direto do TARP do Tesouro, do Fed, da FDIC e das GSE, conforme mencionado anteriormente na discussão sobre a recuperação dos ganhos destas instituições. Ademais, o processo não se aplica às instituições financeiras que não fazem parte do sistema de seguro,



tais como o Bear Stearns, o Lehman Brothers e o American International Group (AIG). Assim, a peça central da legislação é o desenho de um procedimento para fechar todos os tipos de instituição financeira que sejam consideradas como sistemicamente relevantes – no jargão, *too big to fail*.

Além das principais medidas de apoio (Troubled Asset Relief Program – TARP, o pacote de estímulo, Zero Interest Rate Policy – ZIRP e Quantitative Easing – QE), a resposta fundamental tem sido que não se pode deixar que “isso” – outra Grande Depressão – aconteça novamente. Muitos reconhecem que mudanças radicais na regulamentação do sistema financeiro são requeridas para assegurar que tais medidas de apoio generalizado nunca mais sejam necessárias para impedir o colapso do sistema. Nestas condições, o Congresso movimentou-se rapidamente para redigir e aprovar uma grande revisão dos regulamentos do mercado financeiro, com a bandeira de que o contribuinte americano nunca mais será convocado para financiar o socorro de Wall Street e que Wall Street não mais voltará a provocar o colapso da Main Street.

## **7 COMO IMPEDIR QUE “ISSO” ACONTEÇA NOVAMENTE?**

O ponto de partida da abordagem de Hyman Minsky sobre a regulamentação financeira foi a observação de que o assunto não poderia ser discutido com base em uma teoria na qual a ruptura financeira fosse impossível. Assim, a teoria não poderia ser aquela na qual a instabilidade fosse uma ocorrência rara ou aleatória: um cisne negro ou um dilúvio de 500 anos. Minsky, de outro modo, acreditou que a regulamentação só poderia ser discutida dentro de uma teoria que permitisse às crises financeiras serem uma ocorrência normal dentro do desenvolvimento normal do sistema econômico. A abordagem de Minsky sugeria que, mesmo na presença do perfeito funcionamento de mercados completos, o sistema financeiro se tornaria cada vez mais exposto a rupturas sistêmicas e, eventualmente, a colapsos sistêmicos na forma de crise financeira. Foi para preencher esta lacuna na teoria existente que ele desenvolveu a hipótese da instabilidade financeira, a fim de fornecer um quadro de discussão sobre regulação que pudesse levar a um sistema financeiro mais estável e mais equitativo. Apesar da formulação desta abordagem nos anos 1960 e de sua permanente adaptação e ajuste à evolução das condições dos mercados, ela nunca foi usada como base para a regulação do sistema financeiro. Agora que a recente derrocada financeira tem sido apelidada de “momento Minsky”, talvez seja tempo de reconhecer que a maior contribuição da sua teoria seja a provisão de uma base para a formulação da regulamentação financeira.

## 8 ANTECEDENTES DA CRISE: CAUSAS MÚLTIPLAS

Acredita-se amplamente que a recente crise no sistema financeiro dos Estados Unidos foi ocasionada por dificuldades originadas no mercado de hipotecas *subprime*. Os padrões de empréstimos frouxos e/ou fraudulentos dos originadores de hipotecas, os altos níveis de liquidez motivados pela política monetária lassa do Fed, a subestimação do risco resultante dos conflitos de interesse nas agências de classificação de crédito, a inexistência de processos de *due diligence*<sup>10</sup> em razão de incentivos inapropriados nas instituições financeiras, a aplicação ineficiente dos regulamentos e as lacunas na legislação existente, além do apoio político bipartidário para a propriedade generalizada de residências familiares, tudo isto se combinou para criar uma avalanche de ativos de hipoteca cujo valor dependia das rendas persistentemente crescentes dos detentores de hipotecas e dos aumentos contínuos nos preços das residências, os quais forneciam uma garantia adicional implícita. Esta nunca foi uma assunção realista, e quando os preços dessas residências começaram a cair, logo ficou óbvio que os títulos garantidos com as hipotecas estavam massivamente supervalorizados, se não sem nenhum valor. O sucesso do mercado era então um “esquema Ponzi” ou um “castelo de cartas”. O colapso nos valores das garantias das residências ocasionou uma perda de capital tanto para as famílias que possuíam dívida hipotecária maior que o valor de mercado dos imóveis financiados, como para as instituições financeiras que originaram os títulos hipotecários e os mantinham em seus registros contábeis com valores inferiores aos dos fundos que haviam sido tomados emprestados para comprar esses imóveis. O resultado foi a insolvência para milhões de famílias norte-americanas, bem como para as instituições financeiras. As dificuldades em saldar o serviço da dívida, a generalização da inadimplência e a penhora das garantias aceleraram o declínio dos preços das residências e do valor dos títulos hipotecários, levando a um processo de deflação da dívida que logo desencadeou uma deterioração da demanda e uma crise de liquidez, colapsando os empréstimos dos bancos entre si e para o setor empresarial privado. A combinação de tudo isto resultou em um declínio acentuado na atividade do setor produtivo e um aumento do desemprego, originando a mais profunda recessão dos Estados Unidos e a maior crise financeira na história.

## 9 REFORMA NA SEQUÊNCIA DA CRISE: A REFORMA DODD-FRANK DE WALL STREET E A LEI DE PROTEÇÃO AO CONSUMIDOR

O objetivo básico dos projetos de lei para a reforma do setor financeiro tanto na Câmara como no Senado foi o de assegurar aos contribuintes eleitores que o Congresso tomou as ações para garantir que as instituições financeiras fossem responsáveis pelos custos do seu malogro. A preocupação em proteger o contribuinte

10. Nota dos editores: *Due diligence* (ou diligência prévia) é um processo de auditoria sobre a situação de uma empresa, geralmente realizado pouco tempo antes de uma transação empresarial envolvendo-a, tal como a aquisição total ou a compra de ações, diferenciando-se assim das auditorias periódicas privadas ou públicas.

de ter de financiar as operações de socorro ao setor financeiro substituiu a estabilidade do sistema no centro do processo de reforma. Isto significa que a principal ênfase tem sido no problema de lidar com bancos grandes demais ou interconectados demais para falir. Além disso, a crença de que muito do dano decorrente da venda e da securitização de hipotecas *subprime* ocorreu por conta de práticas predatórias e/ou fraudulentas das instituições financeiras levou à proposta de proteção do contribuinte contra tais práticas na forma de uma comissão de segurança de produtos financeiros. Os dois principais componentes da reforma são assim a resolução de crises de grandes bancos e a comissão de segurança. O pressuposto é que os modelos de negócio e as práticas comerciais do sistema financeiro pós-1999 são basicamente sólidos desde que estas medidas profiláticas sejam introduzidas.

A abordagem atual da regulamentação consagrada na legislação Dodd-Frank continua sendo baseada no arcabouço teórico do *mainstream*, que identifica estabilidade em mercados completos e sinergia na provisão e no *hedge* de serviços financeiros.<sup>11</sup> Aceita, assim, que os bancos dos Estados Unidos continuarão a ser grandes e integrados. Com efeito, o secretário do Tesouro, Timothy Geithner, tem apoiado a visão de que o atual tamanho dos bancos do país, que aumentou substancialmente como resultado das resoluções tomadas durante a crise, é desejado e mesmo necessário para que eles possam competir nos mercados globais. Nas palavras de um entrevistador da revista *New Republic*:

[Geithner] me disse que concorda a visão de que o mundo está à beira de um grande “aprofundamento financeiro”: à medida que as economias em desenvolvimento nos países mais populosos amadurecerem, estas demandarão serviços financeiros cada vez mais sofisticados, da mesma forma que demandam carros para suas crescentes classes médias e tecnologia da informação para suas empresas. Caso isto seja verdade, então deveríamos querer ver os bancos dos Estados Unidos posicionados para concorrer no exterior (...). “Eu não tenho qualquer entusiasmo por (...) tentar reduzir a importância relativa do sistema financeiro em nossa economia como um teste de reforma, porque nós temos de pensar sobre o fato de que operamos em um mundo mais amplo”, disse ele (SCHEIBER, 2011).

11. A Reuters (2011) observa que a “venda cruzada entre o Bank of America e a Merrill Lynch, algo que muitos pensavam ser difícil”, avançou em 2010; “a divisão de gestão de fortunas, principalmente Merrill Lynch e US Trust, absorveu mais de 5.300 clientes de outras divisões do Bank of America, mais de três vezes o número de 2009. A unidade de gestão de fortunas também encaminhou mais de 8 mil clientes para as divisões de mercado, comercial e de bancos, um aumento de 71% em relação à 2009”. Observe-se que isto se refere principalmente à atividade comercial, e não à eficiência em termos de custo na prestação de serviços ou na gestão de riscos.

Geithner prosseguiu, afirmando que, “hoje, as empresas financeiras são diferentes por causa do risco”, mas que isto pode ser contido por meio da regulação. Declarou também que esta havia sido a finalidade da recente reforma financeira.<sup>12</sup>

Assim, o argumento teórico básico de que instituições financeiras grandes e integradas criam sinergia na prestação de uma variedade ampla de serviços financeiros e reduzem o risco ao se agregarem é sustentada por aqueles mais influentes na “reforma”, enquanto as dificuldades que estas instituições causaram na crise financeira serão administradas por uma melhor regulamentação e disposições para garantir que, caso entrem em colapso, terão permissão de quebrar sem recorrerem ao apoio de recursos públicos. Os dois principais pilares do pacote da reforma são os regulamentos para o melhor gerenciamento dos riscos assumidos por instituições financeiras grandes e “sistemicamente importantes”, e os meios para forçá-las à liquidação no caso de falência sem a necessidade de qualquer outra coisa que não seja a assistência pública temporária. Os problemas enfrentados na última crise não são vistos como resultado do tamanho das instituições multifuncionais, mas do fracasso em permitir que elas fossem à falência sem assistência pública. Isso é visto como o resultado da ausência de um mecanismo formal para a situação de falência que seja aplicável a todos os bancos e instituições financeiras não bancárias. Assim, será permitido que os bancos funcionem mais ou menos como antes da crise, dentro de *holding* financeiras, mas sujeitos a regras claras sobre sua rápida dissolução, ao invés de sobre a resolução de sua crise.

Minsky, por outro lado, baseando seus pontos de vista em uma teoria que diz que a ruptura financeira é uma consequência natural da operação do sistema, teria argumentado ser impossível formular regulamentações que garantam a ausência de perturbações financeiras. Os reguladores devem, portanto, se preocupar não apenas com o tamanho dos bancos, mas também com as suas operações enquanto provedores multifuncionais de serviço financeiro. A inovação financeira

---

12. A entrevista continuou: “Eu perguntei a Geithner se ele tinha uma visão ampla para o cenário pós-crise – para, digamos, um setor financeiro menos inflado com um papel menor na economia – e um mapa para como chegar lá. Poderia ser ele uma figura como George Marshall, que ajudou a vencer a Guerra Mundial e, então, reformou a Europa de forma a que a guerra não pudesse acontecer de novo?”

Geithner encolheu os ombros, pressionou seus joelhos e ergueu seus calcanhares acima do chão – numa expressão de alegria quase infantil. ‘Estamos nos atendo à experiência’ declarou ele. Ele me disse que concorda com a visão de que o mundo está à beira de um grande ‘aprofundamento financeiro’: À medida que as economias em desenvolvimento na nos países mais populosos amadurecem, estas demandarão serviços financeiros cada vez mais sofisticados, da mesma forma que demandam carros para suas crescentes classes médias e tecnologia da informação para suas empresas. Caso isto seja verdade, então deveríamos querer ver os bancos dos Estados Unidos posicionados para concorrer no exterior. ‘Eu não tenho qualquer entusiasmo por (...) tentar reduzir a importância relativa do sistema financeiro em nossa economia como um teste de reforma, porque temos de pensar sobre o fato de que operamos em um mundo mais amplo,’ declarou. ‘O mesmo ocorre com a Microsoft ou qualquer outra. Queremos que as firmas dos EUA se beneficiem disso’. Prosseguiu: ‘Agora, as empresas financeiras são diferentes por causa do risco, mas você pode conter isto por meio da regulação. Esta foi a finalidade da recente reforma financeira’, declarou. Na verdade, Geithner estava argumentando que deveríamos ficar tão confortáveis em ligar o destino de nossa economia a Wall Street como aos fabricantes de automóveis ou ao Vale do Silício” (Scheiber, 2011).

será sempre impulsionada por arbitragem regulatória e, como resultado, pode não haver garantia de que os regulamentos tornem as grandes instituições financeiras mais seguras contra a crise. Na realidade, a própria ideia de que os grandes bancos serão deixados para quebrar significa que continuarão a se tornar cada vez maiores, uma vez que, quando um banco é resgatado ou liquidado, deve ter os seus passivos segurados absorvidos por um banco já existente ou deve ser reconstituído sob nova administração. Em qualquer caso, o tamanho dos bancos continuará a crescer. O melhor exemplo disso é o crescimento dos maiores bancos que resultou da resolução das instituições falidas na recente crise. A resposta à pergunta retórica de Minsky – “pode acontecer de novo?” – seria uma vez mais afirmativa.

Finalmente, a abordagem da reforma continua apoiando a ideia de que os mercados proporcionam a revelação eficiente dos preços. Este é o caso não apenas para a precificação dos ativos financeiros, mas também para as remunerações dos agentes financeiros. Muitos economistas têm observado a estrutura distorcida de incentivos que determina a remuneração dos operadores de mercado e da gerência, e a resposta tem sido a formulação de propostas para apenas limitar as remunerações. No geral, não se tem reconhecido que estas são dificuldades estruturais relacionadas à mudança no modelo de negócio das instituições financeiras. A mudança na geração de lucros bancários a partir da receita líquida de juros obtida por meio da concessão de empréstimos e da busca em assegurar que estes não sejam insolventes, para a geração de lucros a partir de taxas, comissões e receitas de negociações oriundas da venda tão rápida quanto possível de empréstimos concedidos (ou da assunção de posições no mercado e seu desmonte com lucro o mais rapidamente possível), produz um incentivo para assumir maiores exposições ao risco; porém, reduz o risco de perda para a instituição e elimina-o para os gestores.

Isso é mais do que a ideia de apropriação privada de lucros e socialização de perdas. Enquanto a tomada de posição for financiada com recursos externos, haverá uma estrutura de remunerações com risco zero de perda e somente a possibilidade de lucro. No período de *leveraged buyout* (LBO)<sup>13</sup> na década de 1980, os *corporate raiders*<sup>14</sup> obtiveram receitas independentemente da ocorrência de perdas, que recaíam sobre os portadores de títulos ou ações. Michael Milken também forneceu um sistema no qual as perdas não eram da responsabilidade dos emissores dos títulos podres (*junk bonds*), mas seriam deslocadas para os mercados de capitais. A atual expansão do que é correntemente denominado *shadow banking* funciona sob o mesmo princípio: o originador recebe as taxas e quaisquer lucros de curto prazo, enquanto os investidores do mercado de capitais assumem as perdas. É a estrutura das transações financeiras que gera os incentivos distorcidos, e os limites

13. Nota dos editores: LBO (*leveraged buyout*) é a transação na qual uma parcela significativa do pagamento pela aquisição do controle acionário de uma empresa é financiada por meio de endividamento.

14. Nota dos editores: *corporate raiders* são pessoas ou empresas que, por meio da oferta pública de compra de ações, adquirem companhias sem a concordância de seu conselho de administração.

simples, os valores máximos ou as estruturas temporais terão pouco impacto sobre o amparo que este sistema oferece à assunção crescente de risco e à fragilidade financeira. Este tipo de atividade é o que Minsky identificou como capitalismo “gestor de dinheiro” (*money manager capitalism*), no qual, por um lado, o gestor de fundos institucionais ganha um retorno independentemente dos resultados e, por outro, tem um incentivo para assumir riscos maiores porque não participa das eventuais perdas. Uma vez que a atual abordagem da reforma deixa o modelo básico de negócios das finanças intacto, termina por deixar também intactas as distorções sobre os incentivos.

A peça central da legislação Dodd-Frank é a criação do *Financial Stability Oversight Council* – FSOC (Conselho de Supervisão da Estabilidade Financeira). Este tem por objetivo prover a responsabilização coletiva pela identificação de riscos e responder às ameaças que surjam à estabilidade financeira. O Conselho possui a atribuição e a autoridade para identificar todas as instituições sistemicamente importantes, tanto financeiras como não financeiras, que contribuam com risco excessivo para a operação do sistema financeiro, e evitar as lacunas regulatórias que existiam antes da recente crise, de modo a minimizar o risco de que uma empresa financeira não bancária possa ameaçar a estabilidade do sistema financeiro. Tem também a capacidade de aplicar regulamentos adicionais a estas instituições além daqueles estipulados pelas respectivas agências reguladoras. Isto significa que praticamente qualquer instituição financeira ou não financeira pode ser designada como sistemicamente importante, permitindo ao Conselho impor condições para eliminar qualquer ameaça de instabilidade financeira. O FSOC tem ainda a atribuição de identificar riscos emergentes à estabilidade financeira por meio do direcionamento ao – e solicitações de dados e análises do – *Office of Financial Research* (Escritório de Pesquisa Financeira), também criado pela Lei Dodd-Frank.

Apesar dessa atribuição, o secretário do Tesouro, Timothy Geithner, que preside o conselho, declarou que em sua opinião não é possível criar critérios eficazes e objetivos para avaliar o risco que uma firma financeira insere no sistema: “Depende muito da situação do mundo na ocasião. Você não será capaz de fazer um julgamento sobre o que é sistêmico e o que não é até que conheça a natureza do choque”. Isto tornaria difícil a identificação das firmas financeiras e não financeiras sistemicamente importantes e faria com que a identificação dos riscos emergentes fosse praticamente impossível. Geithner acrescentou que os credores simplesmente “migrariam em círculo” qualquer que fosse o critério objetivo de riscos emergentes ou de instituições significativas que os formuladores de políticas desenvolvessem com antecedência. Em relação à exigência de que a resolução das crises em firmas insolventes deva ser realizada sem resgates governamentais ou apoio dos contribuintes para os acionistas ou gestores, o secretário do Tesouro adota a opinião contrária de que, futuramente, “poderemos ter de fazer coisas excepcionais novamente se enfrentarmos um

choque dessa magnitude(...). Você simplesmente não sabe o que é sistêmico e o que não é até que se conheça a natureza do choque” (SIGTARP, 2011).

Embora a classificação e a regulação aprimorada das instituições sistemicamente importantes visem reduzir o risco moral (*moral hazard*), é mais provável que isto venha a reforçar a percepção já existente de que estas instituições são, na realidade, *too big to fail* e induzir a assunção excessiva de risco por parte destas ou de seus credores. A ideia de caracterizar instituições específicas como sistemicamente significativas também parece ignorar a explicação de Minsky sobre a criação endógena de risco sistêmico que não é específico às instituições, mas, sim, o resultado de como o sistema evolui no tempo e muda a sua estrutura em resposta à regulamentação e à inovação. Uma das falhas nas exigências do Banco de Compensações Internacionais (*Bank for International Settlements* - BIS) para impedir a crise é que elas funcionam sob o princípio de que se cada banco individual pode ser construído de modo a seguir normas e códigos usualmente aceitos, nenhum pode contaminar qualquer outro no sistema. A decisão sobre quais e quantas instituições serão classificadas como sistemicamente significativas ainda é uma questão em debate; porém, pode ser importante na geração de risco moral se criar a percepção de que a regulamentação e a supervisão adicional aplicadas a determinadas instituições proporcionam algum tipo de garantia maior de solvência. O verdadeiro problema consiste em identificar o crescimento endógeno de estruturas de financiamento frágeis e reconhecer seu potencial impacto sobre a estabilidade sistêmica.

## 10 A REGRA VOLCKER

A maioria das ações reguladoras na Lei Dodd-Frank demandam medidas para corrigir as dificuldades que têm surgido das atividades bancárias multifuncionais permitidas pela Lei Gramm-Leach-Bliley de Modernização de Serviços Financeiros, de 1999. O Financial Stability Oversight Council (FSOC) é responsável por implementar a mais importante destas medidas – as disposições da chamada “regra Volcker”, estabelecidas na Seção 619 da Lei Dodd-Frank, que impõe limitações sobre o uso de fundos próprios para a especulação financeira por parte das instituições bancárias que se beneficiam de seguro de depósito federal, ou de quaisquer garantias explícitas ou implícitas do governo. A separação do uso dos recursos dos depositantes para as operações bancárias de empréstimo do uso dos depósitos para quaisquer atividades nos mercados de capitais, exceto aquelas previstas como complemento aos serviços ao cliente, foi o eixo dos regulamentos da Glass-Steagall. A intenção era impedir os bancos de utilizarem os recursos dos depósitos de varejo, garantidos pelo novo fundo de seguro governamental, em transações especulativas para obter lucros sobre os movimentos dos preços nos mercados de capitais. Esta atividade era limitada aos bancos de investimento não segurados cujos sócios usavam recursos próprios para

gerar renda por meio da subscrição e da negociação de títulos e ações. Na década de 1980, a maioria dos bancos de investimento foi transformada em empresas de responsabilidade limitada e, eventualmente, se tornaram *holding* bancárias, eliminando a relação entre a natureza da atividade de investimento e o tipo de *funding* nas distintas instituições financeiras.

Uma vez que não é mais possível, nos termos da lei de 1999, separar o uso dos recursos dos depósitos da negociação com fundos próprios financiados pelo capital do banco, tal negociação pode produzir perdas que prejudicam a capacidade do banco de reembolsar os depositantes, exigindo que a *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) absorva as perdas decorrentes dos riscos que foram assumidos e deveriam ser suportados pelos proprietários e gestores dos bancos. A emenda Volcker procura, assim, impedir a utilização do capital da instituição financeira em negócios em que o banco atua como principal (*proprietary trading*), quando o banco se qualifica para receber qualquer apoio governamental em caso de perdas para seus depositantes.

A intenção da regra é impedir que os bancos usem seus depósitos ou fundos de capital para assumir riscos alavancados em posições cujo valor é determinado por mudanças nos preços dos ativos financeiros e, em particular, limitar o uso da alavancagem que tem sido uma parte tradicional de tais atividades. Em geral, a alavancagem que está associada a atividades especulativas e de arbitragem ocorre em áreas não seguradas, como em mercados de *repo* e outros empréstimos comerciais, de modo que a regra implicitamente procura limitar a alavancagem que pode ser gerada por meio do financiamento da negociação com fundos próprios em mercados de *repo* ou em estruturas de derivativos de balcão sem exigência de margens ou com exigências muito baixas.

Uma vez que a regra excluiria as atividades bancárias de prestação de serviços aos clientes, existe também a dificuldade em determinar quando estas atividades excluídas são realmente necessárias para atender às demandas de serviço dos clientes ou quando elas simplesmente satisfazem as próprias atividades do banco. Por exemplo, um banco que presta serviços de *hedge* de câmbio e de taxa de juros pode considerar necessário manter tais contratos a fim de proporcionar sua melhor execução para os clientes, e seria difícil diferenciar estas atividades da pura especulação com fundos próprios. Conforme observado acima, todas estas dificuldades foram evitadas pela simples proscrição pela Glass-Steagall da negociação de *securities* por bancos tomadores de depósitos garantidos. As dificuldades na interpretação da regra Volcker pareceriam, assim, derivar de uma tentativa de reintroduzir a separação de atividades da Glass-Steagall dentro da Lei Gramm-Leach-Bliley, na qual são permitidas.



Algumas das dificuldades levantadas pela regra Volcker são tratadas em outras áreas principais de regulamentação na lei: a capacidade de os bancos operarem e atuarem como corretores em contratos de derivativos, e a transferência formal de compensação e corretagem de derivativos para instituições reguladas do mercado. A primeira trata da chamada “emenda Lincoln”, que procurou proibir que os bancos ativos nos mercados de *swaps* recebessem diversas formas de “assistência federal”, incluindo o seguro federal de depósito e qualquer facilidade de crédito do Fed ou o acesso às suas operações de redesconto. Entretanto, a emenda também criou dificuldades devidas à manutenção da legislação Gramm-Leach-Bliley existente e emergiu com uma “cláusula de fuga” (*push out*) que permitiu que as entidades seguradas continuassem com suas atividades de derivativos sob certas condições.

A parte central da regulamentação proíbe assistência federal para uma categoria genérica, *entidades de swaps*, definidas como “qualquer corretor de *swaps*, corretor de *swaps* baseados em títulos, principal participante de *swaps*, [ou] participante principal em *swaps* lastreados em títulos”. Por sua vez, os corretores de *swaps* e os corretores de *swaps* lastreados em títulos são pessoas ou entidades que se mantêm como corretores de *swaps*, fazem o mercado (*market makers*) de *swaps*, entram regularmente por conta própria em *swaps* como contrapartes, uma atividade normal em seu negócio, ou se envolvem em qualquer atividade que os torne comumente conhecidos no setor como corretores de *swaps* ou fazedores do mercado (*market makers*). Entretanto, mesmo que uma entidade não seja classificada como corretor de *swaps* (*swap dealer*), ela pode ser classificada como uma *participante principal* em *swaps* ou *participante principal em swaps lastreados em títulos* sujeita à regulamentação se mantiver “posições substanciais” em *swaps*, ou se possuir *swaps* em aberto que criem exposição substancial às contrapartes que possa ter sérios efeitos adversos sobre a estabilidade financeira do sistema bancário dos Estados Unidos ou sobre os mercados financeiros.

Uma vez que essa disposição, que deverá entrar em vigor em julho de 2012, criaria dificuldades substanciais para os bancos na prestação de serviços aos clientes em operações de derivativos, ou no uso destes instrumentos na cobertura de seus próprios riscos mediante a utilização de contratos de derivativos, a “cláusula de fuga” permitiria que os bancos retivessem o seguro e o suporte do Fed caso suas atividades de *swaps* fossem realizadas por meio de uma afiliada. As entidades seguradas poderiam então se engajar diretamente em atividades de *hedge* para si e para certos clientes sem serem classificadas como corretoras de *swaps*. As afiliadas podem ser criadas por qualquer instituição depositária que faça parte tanto de uma *holding* bancária como de uma *holding* de poupança e empréstimos, sob a condição de que a afiliada cumpra as disposições das Seções 23A e 23B da Federal Reserve Act (Lei da Reserva Federal) e quaisquer outras exigências que a Commodity Futures Trading Commission - CFTC (Comissão de Negociação de

Futuros de Commodities), a SEC e o Fed possam determinar como necessárias. Com efeito, isto é o equivalente à isenção da Seção 20 sob a Glass-Steagall que permitiu as atividades limitadas dos bancos comerciais no mercado de *securities*.

As atividades nas quais a própria entidade segurada pode se envolver incluem a atuação como principal junto com clientes, em *swaps*, vinculados à empréstimos concedidos a esses clientes; a corretagem de *swaps* de *minimis*; a celebração de acordos de *swaps* para fins de “*hedge* e outras atividades similares de mitigação do risco diretamente relacionadas às atividades da instituição depositária segurada”; e a atuação enquanto entidades de *swaps* em atividades que envolvam taxas ou ativos de referência nos quais o investimento por um banco nacional seja permitido. Novamente, essas atividades espelham isenções que já haviam sido aprovadas sob a Glass-Steagall e que muito fizeram para minar sua aplicação. Os regulamentos que especificam o conteúdo formal destes limites e sua definição devem ser formulados pela SEC e pelo CFTC, conforme for o caso.

## 11 REGULAÇÃO DOS SWAPS E FUTUROS

Essas isenções não se aplicam, entretanto, aos derivativos de crédito (*credit default swaps* – CDS), a não ser que eles sejam liquidados por meio de sistemas de liquidação de derivativos regulados previstos na lei. O segmento financeiro lutou fortemente para limitar as reformas sobre a negociação de CDS à exigência de que eles fossem liquidados, argumentando que isto seria suficiente para garantir a segurança. Entretanto, Greenberger (2010) argumentou que, enquanto a regulamentação sobre a liquidação efetivamente ajudaria a assegurar a adequação do capital entre os parceiros do negócio, somente isto não seria proteção suficiente. Por exemplo, Greenberger (2010) afirma que as seguintes regulamentações são também necessárias: transparência nos preços e nas identidades das partes na negociação, regulamentação prudencial e de competência sobre os intermediários, auto regulação adequada do setor para ajudar os reguladores, manutenção completa de registros, proibição de fraude e manipulação, total acesso aos reguladores e às contrapartes, e *enforcement* privado competente. Isto criaria uma estrutura similar às regras, aos regulamentos e aos procedimentos operacionais do mercado de ações. Negociação em bolsa, estritas exigências antifraude aplicadas pelos governos estaduais e federais, e banimento dos CDS “abusivos” que são desenhados para causar dano econômico (por meio de falência) foram vistos como necessários para impedir uma repetição dos problemas que levaram à crise.

É interessante que um novo mercado de títulos de dívida colateralizada sintética (*collateralized debt obligations*) esteja se desenvolvendo rapidamente, baseado no aumento acentuado das emissões de *junk bonds* que têm sido estimuladas pelas baixas taxas de juros e *spreads* no mercado de bônus corporativos. Os instrumentos possibilitam que os investidores assumam uma posição no mercado de *junk bonds* sem deter uma posição longa nos respectivos instrumentos. Eles são criados por

intermédio de derivativos em índices de *junk bonds* e são semelhantes aos instrumentos que criaram esta dificuldade no mercado hipotecário, enquanto provêm exposição similar a um CDS (*credit default swap*). Não está claro se os novos regulamentos conseguirão impedir um colapso semelhante na hipótese de um aumento rápido nas taxas básicas, nos *spreads* ou nas taxas de *default* dos *junk bonds*.

A implementação plena das emendas Volcker e Lincoln exige disposições para substituir a negociação de balcão em derivativos por mecanismos de liquidação sob mandato federal e mercados regulados. A lei assim pede a criação de uma estrutura abrangente para a regulação, a liquidação e a negociação em bolsas dos derivativos de balcão (*over the counter* – OTC). Agora definidos como contratos de *swaps*, a legislação federal sempre os excluiu dos regulamentos formais similares que tiveram origem na regulamentação inicial de contratos de futuros em 1922. Isto se deve em parte ao fato de que os contratos de futuros foram inicialmente desenvolvidos no setor agrícola e, assim, sujeitos à regulação da negociação de futuros sobre mercadorias monitoradas pela CFTC, enquanto outros contratos de derivativos eram basicamente financeiros e, por conseguinte, estavam sob a rubrica regulatória da SEC. Embora os contratos de futuros, tanto de natureza financeira como de mercadorias, não pudessem ser legalmente negociados fora de um mercado formalmente regulado sem uma isenção específica, outros derivativos foram sempre totalmente isentos e, assim, se desenvolveram no mercado de balcão. A atual regulação busca, então, aplicar os regulamentos de negociação e liquidação de futuros a virtualmente todos os contratos padronizados de *swaps*.

Enquanto *swaps* e futuros representam contratos “a prazo” similares, *swaps*, diferentemente dos futuros, foram adaptados às necessidades específicas de *hedge* comercial de empresas e instituições financeiras; e, conforme observado, as instituições financeiras atuaram inicialmente como intermediárias, reunindo contrapartes de *swaps* em negociações bilaterais privadas. Uma vez que a maioria destes contratos era negociada sem a troca do principal, a exposição ao risco estava limitada às mudanças marginais no preço de mercado dos contratos e a regulação prescritiva não era considerada necessária. Conforme os bancos começaram a assumir posições como contrapartes dos clientes, também aceitaram o risco de não desempenho das contrapartes, mas isto foi também considerado mínimo. Os contratos de *swaps* mais populares foram os *swaps* de taxa de juros e de taxa de câmbio, gerados pelo desmoronamento do sistema de Bretton Woods de taxas de câmbio fixas, tornando-se, desde então, parte integral na atividade de *hedge* de taxas de juros e de câmbio flexíveis no sistema financeiro internacional. À medida que cresceram em volume, a International Swaps and Derivatives Association (Associação Internacional de Swaps e Derivativos) providenciou termos e documentação padronizados, reduzindo a necessidade de condições específicas e negociação bilateral.

A definição de *swaps* na lei abrange os derivativos de balcão mais comumente negociados, incluindo opções em taxas de juros, moedas, mercadorias, *securities*, índices e diversos outros ativos ou propriedades financeiros ou econômicos; contratos nos quais os pagamentos e as entregas dependem da ocorrência ou não ocorrência de certas contingências (por exemplo, um CDS); e *swaps* de taxas e moedas, *total return swaps*<sup>15</sup> e diversas outras transações com *swaps* comuns.

Devido ao desenvolvimento paralelo dos contratos baseados em mercadorias e contratos financeiros, a lei define e provê uma abordagem comum aos *swaps lastreados em títulos*, que são geralmente transações envolvendo um único título ou empréstimo ou um índice de títulos estritamente definido. Em um sentido amplo, estes serão regulamentados pela SEC, enquanto os *swaps de mercadorias* serão regulamentados pela CFTC, preservando a divisão de trabalho histórica entre as duas agências.

Outra área de grande volume no mercado que pode ser considerada um exemplo importante de contratos que podem se beneficiar de negociações em um mercado regulado são os *swaps* de moeda estrangeira e contratos *forward*. Estes contratos são principalmente de domínio dos bancos e são atualmente isentos de supervisão regulatória. Eles estarão sujeitos à regulação pela lei; entretanto, dadas a participação central dos bancos na prestação de serviços aos clientes e a tradicional ausência de regulação desde a quebra do sistema de Bretton Woods, a lei concede ao secretário do Tesouro o poder de excluí-los da regulamentação se os contratos negociados não tiverem sido estruturados para se esquivar do alcance da legislação. Esta isenção é esperada para o futuro próximo.

Bancos, corretoras e outras instituições financeiras atuantes nos mercados de derivativos podem ser classificados como *corretores de swap (securities)* – ou seja, aquele que se mantém como corretor em *swaps*, faz o mercado de *swaps*, entra regularmente em *swaps* junto a contrapartes como uma atividade normal em seu próprio favor, ou se envolve em qualquer atividade que o torne usualmente conhecido no mercado como corretor ou fazedor de mercado (*market maker*) de *swaps* – e ficarão sujeitos às exigências de registro e manutenção de registros.

Dado o papel destacado na prestação de serviços aos clientes, certo número de instituições estará isento de ser classificado como corretor de *swap (securities)*: uma instituição depositária segurada, na medida em que se oferece para entrar em um *swap* com um cliente, atrelada à criação de um empréstimo com tal cliente; uma entidade que compra ou vende *swaps* em favor daquela pessoa, tanto individualmente como na condição fiduciária, e não como *parte de uma atividade regular*; e uma entidade que se envolve numa *quantidade de*

15. Nota dos editores: *Total return swaps* – trata-se de um contrato de *swap* em que uma parte realiza pagamentos com base em um conjunto de taxas (fixas ou variáveis), enquanto a outra parte efetua pagamentos com base em um ativo subjacente ao contrato (ativo de referência). Esse último pagamento inclui tanto a remuneração gerada pelo ativo como os ganhos de capital, daí o termo “*total return*”.

*minimis* de negociação de *swaps* em conexão com transações com – ou no lugar – de seus clientes.

A principal obrigação dos corretores de *swaps* será a aplicação de padrões mínimos de capital e exigências de margens iniciais e de variação para *swaps* que não forem liquidadas conforme exigido pela agência ou pela comissão reguladora prudencial correspondente.

## 12 *TOO BIG TO FAIL*: LIDANDO COM INSTITUIÇÕES INSOLVENTES

Como observado, as principais seções da Lei Dood-Frank pouco fazem para reverter a tendência à existência de conglomerados bancários multifuncionais cada vez maiores. Na realidade, não criam quaisquer limites quanto a seu porte, sua interconectividade ou sua alavancagem. Nem buscam reverter o crescimento das maiores firmas financeiras que ocorreu como resultado das medidas urgentes para lidar com a crise. A razão dos ativos controlados por JPMorgan Chase, Bank of America, Citigroup, Wells Fargo, Goldman Sachs e Morgan Stanley sobre o produto interno bruto (PIB) aumentou 3 vezes, entre 1995 e 2010, alcançando o equivalente a mais de 60% do PIB norte-americano. A parcela do total de depósitos controlados pelos cinco maiores bancos aumentou mais de 4 vezes, para mais de 45%.

A lei procura administrar os riscos crescentes apresentados pelo crescimento contínuo dessas instituições, ao criar um sistema para sua dissolução se elas se tornarem insolventes. De fato, o tema dominante da lei não é tanto impedir crises quanto impedir a possibilidade da utilização de recursos públicos para a cobertura de perdas ou o resgate de instituições insolventes. Isto é compreensível, considerando-se a crítica ao uso do programa TARP para sustentar e recapitalizar instituições financeiras insolventes, enquanto as famílias insolventes tiveram suas dívidas executadas. O Congresso quis claramente eximir-se de qualquer responsabilidade pelo uso de recursos públicos para apoiar as instituições financeiras.

A ausência de uma estrutura legal comum para administrar as instituições insolventes foi uma das principais dificuldades observadas pelos reguladores ao responderem à recente crise. Por exemplo, o Federal Reserve argumentou que não tinha mandato para agir no caso do Lehman Brothers, enquanto o Tesouro não tinha mandato para impor falência ao American International Group (AIG). Na ausência de autoridade clara da FDIC para dissolver instituições financeiras não bancárias e não seguradas, o suporte direto do governo parecia ser a única alternativa. O título II da Lei Dodd-Frank visa atender a esta dificuldade por meio da criação de uma *orderly liquidation authority* – OLA (autoridade de liquidação ordenada) que concede à FDIC poderes para tomar o controle destas instituições por determinação do secretário do Tesouro de que elas ameaçam a estabilidade financeira do país. Ela autoriza a FDIC a liquidar as instituições designadas de modo

a maximizar o valor dos ativos da companhia, minimizar qualquer perda, mitigar o potencial de efeitos adversos sérios para o sistema financeiro, assegurar concorência oportuna e adequada e tratamento justo e consistente aos interessados nos ativos e nos depósitos, e proibir a discriminação.

De acordo com a lei, a implementação da liquidação ordenada exige que a FDIC determine que essa medida é necessária para fins da estabilidade financeira dos Estados Unidos, e não para fins de preservação da *covered financial company*,<sup>16</sup> assegurar que os acionistas de uma companhia financeira liquidada não recebam o pagamento até que todas as outras dívidas e o Fundo de Seguro de Depósito (Deposit Insurance Fund) sejam integralmente pagos; assegurar que os credores não segurados arquem com as perdas de acordo com a prioridade de seus direitos; e para assegurar que os gerentes e os diretores responsáveis pela companhia financeira liquidada sejam removidos (se ainda estiverem presentes na data em que a FDIC for nomeada receptora) e não entrem no capital ou se tornem acionistas de qualquer companhia financeira liquidada ou qualquer *covered subsidiary*.<sup>17</sup>

Outro motivo para o uso da intervenção governamental direta na recente crise foi a necessidade de ação rápida, de forma a se impedir uma maior deterioração da situação financeira das instituições em dificuldade e o risco de contágio. Entretanto, sob a OLA, a determinação pelo secretário do Tesouro tem de ser feita a partir da recomendação de certas autoridades regulatórias federais designadas (como o FSOC) e com uma avaliação sobre por que a instituição não deveria ser tratada sob o Código de Falências (Bankruptcy Code), e após consulta ao presidente. A lei também exige que antes de o secretário do Tesouro poder fazer a determinação de que a FDIC deve ser nomeada receptora, ele deve verificar se uma série de requisitos específicos foram atendidos, inclusive se a companhia está inadimplente ou correndo perigo de inadimplência; deve certificar-se de que, caso a companhia fique inadimplente, a resolução de sua crise sob a lei federal ou estadual de outra forma aplicável teria sérias consequências adversas para a estabilidade financeira dos Estados Unidos; se não existem alternativas disponíveis no setor privado que evitariam estas consequências adversas; se não existem efeitos potenciais inapropriados sobre os débitos ou os interesses de credores, de contrapartes ou acionistas que resultariam desta designação; e se a intervenção desta companhia pela OLA impedirá ou ao menos limitará os danos à estabilidade financeira dos Estados Unidos (a análise deve considerar a eficácia desta intervenção na mitigação dos potenciais efeitos adversos sobre o sistema financeiro, o custo desta resolução da crise para o Tesouro e o potencial de tal resolução para a continuidade do aumento excessivo da tomada de risco). A disposição também estipula que o setor financeiro pague, após o fato, pelos custos de qualquer atividade de dissolução realizada pela FDIC.

16. Nota dos editores: *Covered financial company* – trata-se de uma companhia financeira para a qual a liquidação foi determinada de acordo com a Seção 203(b) da Lei Dodd-Frank, que traz regras relacionadas a liquidação de instituições financeiras envolvendo risco sistêmico.

17. Nota dos editores: *Covered subsidiary* – são entidades subsidiárias das *covered financial company*.

Os poderes concedidos à FDIC como liquidante são, assim, muito similares aos atualmente em uso para instituições seguradas, inclusive, quando necessário, a capacidade de continuar as operações de uma instituição designada por meio de um banco ponte não comprometido. A Lei Dodd-Frank concede poderes à FDIC para estabelecer as regras e os regulamentos que considerar necessários ou apropriados para a implementação de uma OLA. Este é um ponto no qual suas operações referentes a instituições designadas seguradas e não seguradas divergirão. Na resolução das crises de instituições depositárias seguradas, a FDIC tem considerado os ativos transferidos pelas instituições a um veículo de finalidade específica (*special purpose vehicle* – SPV) independente via securitização, como exigíveis por credores segurados. Entretanto, a FDIC indicou que não pretende aplicar este procedimento na implementação da nova OLA, protegendo da liquidação os ativos transferidos para uma entidade especial.

Uma das dificuldades enfrentadas pela FDIC ao administrar a resolução de crises de grandes bancos é o porte limitado dos recursos do seguro de depósito (assim como o Federal Savings and Loan Insurance Corporation nos anos 1980!). Enquanto a fonte última dos recursos é o governo federal, e, assim, o Federal Reserve, a ideia é que ele deve ser auto financiado, com base nos prêmios de seguro cobrados das instituições seguradas. Dado o *leitmotif* da lei de eliminar o uso de recursos públicos para resgatar o sistema financeiro, a Dodd-Frank estipula medidas para aumentar o porte do fundo de seguro, assim como medidas para adaptar os prêmios aos riscos que as instituições introduzem no sistema.

A Lei Dodd-Frank, na Seção 334, aumentou a razão mínima de reserva designada de ativos do fundo em relação aos depósitos segurados (Designated Reserve Ratio – DRR), que a FDIC deve estabelecer a cada ano, para 1,35% (a partir do mínimo anterior de 1,15%), e removeu o limite superior do DDR (que era anteriormente de 1,5 %) e, por conseguinte, o limite sobre o tamanho do fundo; exigiu que, ao fazer avaliações, a FDIC compensasse os efeitos (de exigir que a relação de reserva atinja 1,35%, até 30 de setembro de 2020, em vez de 1,15%, até o final de 2016) sobre as instituições depositárias seguradas com ativos totais consolidados de menos de US\$ 10 bilhões; eliminou a exigência de que a FDIC fornecesse dividendos do fundo quando a razão de reserva estivesse entre 1,35% e 1,5%; e manteve a autoridade da FDIC de declarar dividendos quando a razão de reserva ao final do ano calendário fosse de no mínimo 1,5%, além de conceder à FDIC a discricionariedade de determinar se suspende ou limita a declaração ou o pagamento de dividendos. A FDIC atuou para superar as exigências da lei, elevando o DDR para 2% em 2011.

A Lei Dodd-Frank exige ainda que a FDIC altere seus regulamentos para redefinir a base de avaliação utilizada para calcular o seguro de depósito. Pela Dodd-Frank, a base de avaliação deve, com algumas possíveis exceções, ser igual à média do total consolidado dos ativos menos o patrimônio tangível médio.

A FDIC propôs eliminar as categorias de risco e o uso de classificações para os emissores de dívida de longo prazo para grandes instituições, utilizando um método de *scorecard* no cálculo das taxas de avaliação para instituições grandes e altamente complexas, e reter a capacidade de fazer um ajuste limitado após considerar informações não incluídas no *scorecard*. A regra final define uma grande instituição como uma instituição depositária segurada que possuía ativos de US\$ 10 bilhões ou mais em 31 de dezembro de 2006 (salvo se, ao informar ativos de menos de US\$ 10 bilhões durante 4 trimestres sucessivos desde então, se tenha tornado uma instituição pequena); ou que possuía ativos inferiores a US\$ 10 bilhões em 31 de dezembro de 2006, mas que desde então registrou US\$ 10 bilhões ou mais em ativos totais por pelo menos 4 trimestres consecutivos, seja a instituição nova ou não. Em quase todos os casos, uma instituição depositária segurada que tenha detido US\$ 10 bilhões ou mais em ativos totais durante quatro trimestres consecutivos terá uma classificação CAMELS.<sup>18</sup> Contudo, na rara hipótese de que uma instituição como esta ainda não tenha recebido uma classificação CAMELS, receberá tal classificação com média ponderada de 2 para fins de avaliação, até que classificações CAMELS atualizadas lhe sejam atribuídas. Uma filial segurada de um banco estrangeiro fica excluída da definição de uma grande instituição.

No seguro fornecido pelo Depositors Insurance Fund, a lei convoca a FDIC a assegurar plenamente o valor líquido que qualquer membro ou depositante em uma união de crédito segurada mantenha em uma conta não remunerada (depósito à vista). Este montante não deve ser levado em conta quando for calculado o valor líquido devido ao membro ou depositante. O nível normal do seguro permanece em US\$ 250 mil para cada conta remunerada (depósito à prazo).

Muitos comentadores sugeriram que, apesar de a FDIC não estar disposta a intervir para resolver problemas das instituições *too big to fail*, seria certamente capaz de fazê-lo. Esta posição foi colocada convincentemente por Thomas Hoenig (HOENIG, 2009), presidente do Federal Reserve District Bank of Kansas City, com base em sua experiência com a resolução da falência do Continental Illinois Bank. Para facilitar a capacidade da FDIC em lidar com estas instituições financeiras muito grandes (as quais, conforme já observado, a Dodd-Frank considera como um fato da vida), a lei determina a formulação das chamadas *living wills* na forma da preparação de planos de resolução de crise e relatórios de exposição de risco de crédito. Esta posição também tem sido apoiada pelo presidente do Dallas Federal Reserve, Richard Fisher.

Rosner, por outro lado, observa que

não foi nem a falência do Lehman Brothers nem qualquer suposta deficiência mortal da Lei de Falências (Bankruptcy Code) que requereu salvamentos. Em vez disso (...)

---

18. Reguladores nos Estados Unidos utilizam uma escala de classificação de 1 a 5 baseada numa série de indicadores para avaliar a solidez de um banco. Eles incluem: adequação de capital, qualidade dos ativos, administração, lucros, liquidez e sensibilidade ao risco de mercado (C – capital adequacy; A – asset quality; M – management; E – earnings; L – liquidity; S – sensitivity to market risk).



foi uma reação de pânico dos reguladores que se apressaram em pagar os credores do AIG, apavoraram os mercados e exacerbaram a crise. Depois de tudo, poucos dias após sua falência, grande parte do Lehman foi vendida para o Barclays e seguiu-se um processo de falência relativamente ordenada (ROSNER, 2011).

Ele observa que, já em abril de 1999, após o colapso da Long Term Capital Management,

o presidente do Working Group on Financial Market reconheceu que as regras para o encerramento de derivativos na Lei de Falências (Bankruptcy Code) servem bem para facilitar o funcionamento contínuo dos mercados de derivativos quando uma firma financeira vai à falência, mas que, em momentos muito raros, quando a firma em falência concentra uma grande quantidade de risco, as regras podem não ser adequadas na mitigação da volatilidade do mercado. O working group salientou a necessidade de novas regras de falência, mas não recomendou, entretanto, um regime de resolução de crises inteiramente novo e abrangente (*op. cit.*).

Entretanto, isso é precisamente o que é proposto na Lei Dodd-Frank.

Rosner (2011) considera o fato de que a Dodd-Frank cria dois diferentes regimes sob os quais uma grande firma financeira pode ser enquadrada – a falência tradicional e a OLA – como uma falha fundamental na abordagem desta lei para o *too big to fail*. Observa que

o valor de uma firma em sua condição de “tornando-se preocupante” depende do processo de resolução empregado quando falir. Todas as firmas não financeiras e a maioria das instituições financeiras utilizam a Lei de Falências; os bancos comerciais usam a FDIC; as corretoras usam a Securities Investor Protection Corporation. Pode haver diferentes sistemas para tipos diferentes de firmas, mas não há, e não deveria haver, múltiplos processos para a mesma firma. Resumindo, a pior coisa que os reguladores podem fazer é exatamente o que estão fazendo: sinalizando ao público e aos mercados, *ex-ante*, quais firmas ocasionarão instabilidade sistêmica e, então, proporcionando um esquema de socorro custeado pelo Tesouro dos Estados Unidos por meio da Orderly Liquidation Authority (Autoridade de Liquidação Ordenada). Onde os investidores têm grande certeza e clareza sobre o funcionamento do processo de falência nos Estados Unidos, a subjetividade perigosa da Autoridade de Liquidação Ordenada, sua maior opacidade e preferência por credores de curto prazo, e sua ambiguidade sobre como tratará credores situados similarmente, apenas aumentará a incerteza entre os credores de uma instituição em falência e interromperá o acesso ao capital de risco precisamente no momento em que seu capital é mais necessário.

### 13 PLANOS DE RESOLUÇÃO DE CRISE: O MORTO-VIVO

A Lei Dodd-Frank convoca o Board of Governors do Fed a exigir que as companhias financeiras não bancárias e as *holding* bancárias por ele supervisionadas informem periodicamente seu plano para a resolução rápida e ordenada na hipótese

de “tensão financeira ou falência”, o qual deverá incluir: *i*) informação referente à forma e à extensão na qual qualquer instituição de depósito segurada afiliada à companhia está adequadamente protegida dos riscos decorrentes das atividades de quaisquer de suas subsidiárias não bancárias; *ii*) descrições completas da estrutura de propriedade, ativos, passivos e obrigações contratuais da companhia; *iii*) identificação das garantias cruzadas ligadas a diferentes *securities*; *iv*) identificação das principais contrapartes; e *v*) um processo para determinar com quem o colateral da companhia está comprometido.

Além disso, a lei exige relatórios de exposição ao risco de crédito, abrangendo a natureza e a extensão à qual uma companhia tem exposição de crédito a outras instituições financeiras não bancárias e *holding* bancárias, e a natureza e a extensão à qual outras instituições não bancárias e *holding* bancárias têm exposição ao crédito àquela companhia.

O Fed e a FDIC devem rever esses relatórios e se, com base nesta revisão, o plano de resolução da crise de uma companhia financeira não bancária supervisionada pelo Conselho Dirigente (Board of Governors) ou uma *holding* bancária não for crível ou não facilitar uma resolução ordenada da companhia, deve notificá-la das deficiências no plano. A companhia deverá então ressubmeter o plano de resolução dentro de um prazo determinado pelo Fed e pela FDIC, com revisões demonstrando que o plano é confiável e resultaria em uma resolução ordenada, incluindo quaisquer mudanças propostas nas operações e na estrutura corporativa para facilitar a implementação do plano.

O *living will* é assim desenhado para mostrar de ex ante que algumas firmas são *too big to fail* e colocará claramente a principal carga nos grandes bancos multifuncionais com operações globais complexas, tais como o Citigroup, Bank of America, JPMorgan Chase, Goldman Sachs e Morgan Stanley. A presidente da FDIC sugeriu recentemente que a incapacidade de um banco grande em fornecer um plano crível de resolução da crise seria uma condição para exigir que ele seja desmembrado pela transformação de suas operações externas em subsidiárias estrangeiras sujeitas a reguladores estrangeiros, de forma a realinhar sua estrutura legal e, se necessário, tornar mais fácil para os reguladores liquidar o banco. “Se eles não podem mostrar que podem ter sua crise resolvida em um processo similar à falência (...) então devem ser submetidos a uma redução agora”, declarou a presidente da FDIC, Sheila C. Bair. O objetivo da liquidação ordenada é evitar uma repetição de 2008, quando a administração de George W. Bush socorreu o AIG e outras firmas, mas não o Lehman Brothers. A falência do Lehman congelou virtualmente os mercados de capitais.

Minsky sempre defendeu instituições bancárias menores como forma de assegurar que a administração local e o conhecimento local pudessem ser usados na avaliação da solvência de seus créditos. Ele favorecia a imposição do modelo bancário *originate-and-hold*, que teria estruturas de incentivo que

promoveriam a estabilidade financeira em vez da tomada de riscos. Finalmente, ele acreditava que a promoção de instituições financeiras de pequeno a médio porte seria mais consistente com uma política geral contra a concentração de poder econômico – tanto no setor financeiro quanto no não financeiro. Ele teria, portanto, estado menos disposto a enfatizar uma OLA e planos de resolução e mais a favor da dissolução das grandes *holding* financeiras. É interessante que, sob a Glass-Steagall, os bancos tiveram um ano para se desfazerem dos *securities* de suas subsidiárias e outras atividades proibidas, e não houve dificuldades em cumprir estes prazos.

#### 14 PROVISÃO DE LIQUIDEZ

O principal instrumento de suporte do Federal Reserve durante a crise foi sua autoridade para realizar operações de redescontos nas urgentes e exigentes circunstâncias, conforme estipulado na Seção 13(3) da Lei do Federal Reserve (Federal Reserve Act), para virtualmente qualquer instituição financeira ou não financeira contra virtualmente qualquer tipo de colateral. Como resultado do desejo expresso do Congresso de assegurar que nenhum suporte fosse dado às instituições financeiras em falência, a Lei Dodd-Frank busca assegurar que a discricionariedade do Fed em prestar suporte emergencial às instituições insolventes não evite uma OLA. A lei assim convoca o Conselho de Dirigente (Board of Governors).

em consulta com o secretário do Tesouro, a estabelecer as políticas e os procedimentos para assegurar que qualquer programa ou facilidade de empréstimos de emergência seja feito com o propósito de fornecer liquidez ao sistema financeiro, e não socorrer uma companhia financeira em falência, e que a segurança dos empréstimos emergenciais seja suficiente para proteger os contribuintes contra perdas, e que qualquer programa seja encerrado oportuna e ordenadamente. As políticas e os procedimentos estabelecidos pelo Conselho Dirigente deverão exigir que um banco do Federal Reserve atribua, de forma consistente com práticas sólidas de gestão de risco e com a proteção aos contribuintes, um valor adequado a todos os colaterais de um empréstimo executado por um banco do Federal Reserve (seção 1101).

Além disso, a Lei Dodd-Frank exige que o Fed estabeleça procedimentos para proibir a tomada de empréstimo de programas e linhas governamentais por parte de tomadores insolventes. Limita ainda a capacidade do Conselho Dirigente em estabelecer qualquer facilidade de emergência sem a aprovação prévia do secretário do Tesouro e, se a aprovação for obtida, o obriga a informar no prazo de 7 dias o Comitê do Senado sobre Operações Bancárias, Habitação e Assuntos Urbanos (Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs) e o Comitê da Câmara sobre Serviços Financeiros (House Committee on Financial Services), fornecendo a justificativa para a assistência; a identidade dos beneficiários; a data, o valor e a forma na qual a assistência foi fornecida; e os detalhes completos da assistência. Os detalhes incluem: duração; colateral empe-

nhado e seu valor; taxas de juros, tarifas e outras receitas ou itens de valor a serem recebidos em troca da assistência; quaisquer exigências impostas ao beneficiário com respeito à remuneração dos empregados, à distribuição de dividendos ou a qualquer outra decisão corporativa em troca da assistência; custos esperados para os contribuintes desta assistência; e determinação de que informações similares, com relação a qualquer empréstimo pendente ou outra assistência financeira, sejam fornecidas a cada 30 dias.

Se esse relatório não for suficiente, a lei confere ao controlador-geral dos Estados Unidos o poder de realizar auditorias, inclusive no local, do Conselho de Dirigente, de um Banco do Federal Reserve, ou de uma linha de crédito, caso o controlador determine que estas auditorias são apropriadas, exclusivamente com a finalidade de avaliar a integridade operacional, a contabilidade, os relatórios financeiros e os controles internos que regem a linha de crédito ou a transação coberta. A eficácia das políticas de segurança e de colateral estabelecidas para a linha ou a transação coberta na mitigação de riscos para o banco do Fed em questão e os contribuintes. Se a linha de crédito ou a condução de uma transação coberta favorecem inapropriadamente um ou mais participantes específicos em relação a outras instituições elegíveis para utilizar a linha. E as políticas que regem o uso, a seleção ou o pagamento de terceiros por (ou para) qualquer linha de crédito ou para conduzir qualquer transação coberta.

A partir de seu trabalho no início da carreira sobre a reforma das operações de empréstimos de redesconto do Fed, Minsky argumentou que as ações emergenciais estipuladas na Seção 13(3) deveriam tornar-se permanentes e parte da operação normal de redesconto. Para Minsky, o motivo era bastante óbvio: existe apenas uma instituição financeira que não enfrenta uma restrição de liquidez, que é o Federal Reserve. Conforme o presidente Ben Bernanke tem reiterado, o Fed tem a capacidade de prover liquidez ao pressionar uma tecla do computador. Em um sistema financeiro complexo, estratificado, no qual os passivos de todas as instituições devem ter um prêmio de liquidez maior que o dos seus ativos, todas as instituições confiam em última instância no sistema bancário para se apoiarem em caso de escassez de fluxo de caixa e necessidade de refinarçar seus passivos. E o sistema bancário se apoia no Fed. Assim, limitar o empréstimo de redesconto aos bancos significa permitir que uma crise de liquidez se transforme em uma crise de insolvência no restante do sistema financeiro antes que chegue aos bancos e o acesso às operações de redesconto se torne uma opção. É melhor emprestar diretamente às instituições que enfrentam dificuldades de liquidez. De fato, isto é o que o Fed fez na atual crise, e é a fonte da crítica de que a agência estava socorrendo instituições insolventes. Entretanto, o problema foi que o Fed ampliou o alcance dos empréstimos de redesconto somente após a crise irromper. Ele ofereceu suporte somente após o Bear Stearns entrar

em dificuldades, mas então estendeu a ajuda a todas as instituições equivalentes. O mesmo foi verdade no caso do Lehman Brothers, cuja falência foi permitida – e só *então* foram realizadas operações de redesconto para outras instituições *broker-dealer*. Para Minsky, teria sido muito melhor efetuar empréstimos de redesconto para estas instituições como um procedimento normal, o que poderia ter impedido seu caminho à insolvência. O uso das linhas de liquidez mais cedo também poderia ter sido feito de forma transparente, deixando o Fed menos aberto à crítica de que estava escolhendo vencedores e perdedores.

Para Minsky, os empréstimos de redesconto teria fornecido ao Fed uma “janela” sobre as operações das instituições que buscavam suporte, o que o teria alertado muito mais rapidamente para as condições de seus balanços. Se, em lugar de argumentar continuamente que a crise estava contida, o próprio Fed tivesse sido o emprestador para todas as instituições financeiras, teria sabido muito antes o quanto o declínio nos preços das residências e nos mercados de títulos securitizados estruturados havia impactado todas as instituições financeiras.

### 15 O FUTURO DA SECURITIZAÇÃO: RETENÇÃO DE RISCO

Para muitos, o abuso da securitização esteve na raiz da crise financeira. Foi certamente uma parte crucial da mudança para o modelo de negócio “originar e distribuir” adotado pela maioria das grandes instituições financeiras, e do crescimento das entidades fora do balanço e dos bancos sombras. Foi também uma fonte de atividade fraudulenta significativa. Não é, portanto, surpreendente que a Lei Dodd-Frank propusesse a regulamentação destas estruturas. Entretanto, os novos regulamentos não são extensivos e estão limitados à imposição de exigências para a retenção de risco de crédito de no mínimo 5% para securitizadores e, em certas circunstâncias, originadores dos títulos lastreados em ativos. Os emissores de uma hipoteca residencial qualificada (cujas características ainda têm de ser definidas pelos reguladores) ou o originador do ativo que atender às normas mínimas de subscrição a serem determinadas pelas agências regulatórias apropriadas estarão isentos da exigência de retenção de risco. Isto é baseado na presunção de que, se os bancos tivessem retido algum risco, teriam sido mais diligentes no monitoramento da qualidade das hipotecas que eles haviam securitizado. Entretanto, na realidade, uma das causas das grandes perdas sofridas pelas instituições envolvidas em securitização foi que elas haviam voluntariamente retido uma quantidade substancial de parcelas securitizadas com grau de investimento *subprime*. Com efeito, neste caso, ter “a pele em jogo” não as levou a uma maior preocupação pela qualidade dos ativos, mas foi a causa da maior instabilidade.

Em um estudo preparado sob a permissão da Dodd-Frank, o FSOC (2011) oferece diversos princípios e recomendações que devem informar o desenho de um marco para a retenção de risco, de forma a fortalecer o processo de securitização e

facilitar o crescimento econômico, ao permitir que os participantes no mercado avaliem o risco de crédito com mais precisão e aloquem capital com mais eficiência. O estudo argumenta que um marco regulatória para a retenção de risco deve procurar atender aos seguintes objetivos: *i)* alinhar os incentivos sem mudar a estrutura básica e os objetivos das transações de securitização; *ii)* proporcionar maior certeza e confiança entre os participantes no mercado; *iii)* promover a eficiência da alocação de capital; *iv)* preservar a flexibilidade à medida que os mercados e as circunstâncias evoluem; e *v)* permitir que uma maior variedade de participantes continue se envolvendo em atividades de empréstimo, fazendo isto de forma sólida e segura.

Um marco regulatório para a retenção de risco pode ser estruturado de diversas formas para atender a estes objetivos. A forma da retenção de risco, a alocação da retenção de risco entre os diversos participantes na cadeia de securitização, a quantidade de risco retido, concessões para a gestão de risco e isenções da retenção de risco – todas são variáveis importantes no desenho de qualquer marco regulatório. Embora um marco regulatório para a retenção de risco possa ajudar a alinhar os incentivos e melhorar os padrões de subscrição, as implicações macroeconômicas da retenção de risco são complexas. Um marco dessa natureza pode incentivar melhores decisões de empréstimo e, conseqüentemente, ajudar a fortalecer a qualidade dos ativos que lastreiam uma securitização. Pode ainda ajudar a mitigar alguns dos efeitos pró-cíclicos que a securitização lastreada em ativos pode ter sobre a economia. Entretanto, se for excessivamente restritiva, a retenção de risco pode restringir a formação de crédito, o que pode impactar adversamente o crescimento econômico. O desafio é projetar um marco regulatório para a retenção de risco que maximize os benefícios e, ao mesmo tempo, minimize seus custos.

É interessante que as condições contábeis que determinam se as securitizações podem ou não ser consideradas vendas excepcionais de ativos fora do balanço não fazem referência à “retenção de risco”, levando à possibilidade de que o marco regulatório não torne necessariamente estas estruturas mais transparentes ou mais bem monitoradas. De acordo com o relatório do Federal Reserve para o congresso sobre retenção de risco (FEDERAL RESERVE SYSTEM, 2010), um acordo de resgate exigindo que o gerador ou detentor de ativos absorva uma porcentagem da perda após a sua venda não pareceria negar qualquer uma das condições exigidas para a consolidação no balanço do emitente. Entretanto, prossegue observando que, se as exigências de retenção de risco aumentarem as situações de consolidação de ativos e passivos de uma entidade de títulos lastreados em ativos (*asset-backed securities* – ABS), as agências deveriam considerar os incentivos que este resultado criaria.

Isso levanta uma série de questões. Primeiro, as exigências de capital regulatório para as instituições bancárias geralmente declaram que os ativos consolidados devem ter o risco ponderado da mesma forma que os ativos no ba-

lanço que não tiverem sido securitizados. Além disso, se os ativos do balanço estiverem sujeitos a análise periódica de deficiências ou medição a valor real, isto então se aplicaria para os ativos securitizados que não se qualificam para exclusão. Se estes ativos exigirem uma provisão para perdas de crédito, incluindo empréstimos e arrendamentos, isto afetará os ganhos e o capital regulatório. Ativos medidos pelo valor real, o que inclui muitas *securities*, também afetarão os ganhos e o capital regulatório. O impacto sobre os ganhos e sobre o capital pode continuar incentivando as instituições a se envolverem na estruturação de negócios com o propósito de alcançar tratamento de fora do balanço. Isto pode levar à mesma arbitragem de atividades que atormentaram o Basileia I, criando uma divisão entre risco econômico e risco regulatório no portfólio do banco. Sob os pesos de risco de Basileia I, as instituições financeiras foram incentivadas a reter os ativos de maior risco em cada categoria. Em lugar de fatores exclusivamente econômicos determinando um nível apropriado de crédito e proteção de liquidez necessários para emissões de asset-backed security (ABS), as instituições poderiam querer reter apenas o nível mínimo de risco exigido pela regulamentação, se o nível mínimo permitir que a instituição evite a consolidação.

Da mesma forma, as companhias podem ser incentivadas, como resultado desses ganhos e dos efeitos sobre o capital, a evitar a consolidação de ativos e passivos ao cederem o poder sobre entidades especiais quando não for viável limitar os benefícios a um valor que atenda às exigências regulatórias. Por exemplo, as instituições podem ceder poder sobre entidades de emissão de ABS – o que, em alguns casos, resulta da sua capacidade de gerenciar ativos mantidos pelas entidades de emissão –, ao vender direitos de prestação de serviço ou se distanciando de seus clientes para evitar consolidação de ativos e passivos das entidades de emissão. Como resultado, não está claro que os limites *de minimis* de 5% “com a pele em jogo” incluídos na Dodd-Frank inibirão as dificuldades ocasionadas pelas entidades fora do balanço na recente crise. É também duvidoso que, na realidade, estas estruturas isolem as instituições do impacto do desempenho destes ativos. Na verdade, na crise recente, virtualmente todos os riscos das entidades de juros variáveis e outras atividades fora do balanço foram eventualmente sujeitos a resgate e retornaram para os balanços dos bancos, agravando ainda mais a crise. Por exemplo, se as taxas e os lucros de comercialização obtidos pela securitização dos ativos arriscados forem consideradas pelos bancos como mais que compensando o risco para o capital de reter uma parcela de 5% da “*pele em jogo*”, então as regras não mudarão o comportamento. E existe o perigo adicional de que, devido a compromissos fora do balanço, a parcela real possa ser muito mais alta. As reformas não devem ser baseadas na presunção de que os bancos querem evitar riscos. Ademais, o risco percebido depende do ambiente operacional – a “grande moderação” reduziu o risco percebido em todo o espectro de ativos. Isto também mudou

o comportamento, porquanto a prêmio pelo risco caiu. Isso foi provavelmente um grande impulso para as atividades bancárias que pareciam transferir o risco, mas que na realidade não o fizeram.

Finalmente, deve ser observado que a SEC instigou mudanças na regulamentação da securitização antes da aprovação da Lei Dodd-Frank e deu continuidade ao processo de consulta antes da elaboração de regra final nesta área. A securitização tem sido praticada desde a década de 1970 sem incidente até à recente crise. O objetivo deveria ser o de preservar o princípio ao produzir regulação que previna a instabilidade.

## 16 CAPITAL E TAXAS DE ALAVANCAGEM

Alguns comentaristas acreditam que a mudança em direção à securitização foi impulsionada pela introdução das taxas de capital ponderado pelo risco nas exigências de Basileia, o que teria aumentado os custos de certos tipos de investimentos para os bancos. Outros especialistas argumentam que estas exigências se tornaram detalhadas demais e onerosas demais e deveriam ser substituídas pelas razões tradicionais mais simples de capital sobre ativos brutos e por índices tradicionais de liquidez. Apesar destas críticas, a Lei Dodd-Frank determina que as agências federais apropriadas sobre atividade bancárias estabeleçam alavancagem e exigências mínimas de capital baseado em risco numa base consolidada para as instituições de depósitos segurados, as *holding* bancárias e as companhias financeiras não bancárias supervisionadas pelo Board of Governors (Conselho Dirigente). As exigências mínimas de alavancagem de capital propostas não devem ser quantitativamente menores que as exigências usualmente aplicadas que estavam em vigor para as instituições de depósito seguradas na data de promulgação desta lei. Além disso, as agências federais de atividade bancária são orientadas a desenvolver requisitos de capital aplicáveis às instituições de depósito seguradas, às *holding* bancárias e às companhias financeiras não bancárias supervisionadas pelo Board of Governors para tratar dos riscos que as atividades destas instituições apresentam, não apenas para a instituição que exerce essa atividade, mas também para outras partes públicas e privadas interessadas na hipótese de desempenho adverso, interrupção ou fracasso da instituição ou da atividade. Tais regras devem tratar, no mínimo: *i*) dos riscos decorrentes dos volumes significativos de atividade em derivativos, dos produtos securitizados comprados e vendidos, das garantias financeiras compradas e vendidas, das *securities* tomadas por empréstimos ou emprestadas e das transações de *repurchase agreements* (repo) e de *reverse repurchase agreements* (re-repo); *ii*) das concentrações em ativos cujos valores apresentados em relatórios financeiros estão baseados em modelos ao invés de no custo histórico ou nos preços derivados dos *2-way*



*markets*<sup>19</sup> profundos e líquidos; e *iii*) das concentrações de mercado (*market share*) para qualquer atividade que possa prejudicar substancialmente os mercados financeiros se a instituição for forçada a interromper inesperadamente suas atividades.

Dados os acordos internacionais, o impacto dessas disposições é deixar a determinação dessas taxas para o Comitê de Basileia e suas propostas sob o Basileia III, que não estavam disponíveis por ocasião da elaboração da lei.

## 17 REFORMA DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

As agências de classificação de crédito e, em particular, as organizações de classificação estatística nacionalmente reconhecidas (*nationally recognized statistical rating organizations* – NRSROs) têm sido por vários acusadas de estarem no centro de muito do que ocorreu na crise dos mercados, especialmente na área de produtos estruturados. As agências têm sido fortemente criticadas por suas metodologias, pela ausência de procedimentos e por conflitos de interesse. As tentativas de reformar o papel das agências de classificação estão em andamento, reforçadas por cada crise financeira que eclode sem a indicação prévia da deterioração do crédito nas classificações divulgadas. Estas mudanças regulatórias têm buscado fornecer um caminho para o aumento no número de NRSROs e remover o seu papel na regulação; porém, regulamentos não têm sido criados para as próprias NRSROs. Por exemplo, em 17 de setembro de 2009, a SEC movimentou-se para eliminar referências às NRSROs nas “Referências em Regras e Formulários” previstas na Securities and Exchange Act de 1934, na Investment Company Act de 1940 e na Investment Advisers Act de 1940.

O título IX da Lei Dodd-Frank rompe com o tratamento de não interferência e invoca a criação de um Escritório de Classificação de Crédito (Office of Credit Rating) com a autoridade de multar as agências de classificação e administrar as regras da SEC com relação às práticas das NRSROs. O escritório examinará todas as NRSROs ao menos uma vez ao ano, e cada exame revisará os seguintes aspectos: *i*) os procedimentos estabelecidos pelas NRSROs para a atribuição das notas; *ii*) se os conflitos de interesse são efetivamente gerenciados; *iii*) a política ética das NRSROs; *iv*) os procedimentos de governança corporativa das NRSROs; e *v*) o processamento das reclamações. O Office of Credit Rating publicará relatórios anuais resumindo os resultados dos exames das NRSROs.

Todas as NRSROs serão obrigadas a estabelecer, manter, cumprir e documentar uma estrutura eficaz de controle interno para determinar as classificações de risco de crédito. Elas devem submeter relatórios anuais de controle interno,

---

19. Nota dos editores: *two-way markets* corresponde ao mercado de títulos quando há potenciais compradores e vendedores de um determinado título e, portanto, ambos os preços são cotados, embora isto não implique que os preços sejam os mesmos.

atestados pelo *chief executive officer* (CEO), para a SEC, que deve descrever a responsabilidade da direção em estabelecer e manter controles eficazes sobre a determinação da classificação de risco de crédito. As autoridades responsáveis pela conformidade das NRSROs devem preparar relatórios anuais certificados e submeter estes relatórios à administração e à SEC. Todas as NRSROs devem divulgar informações sobre cada notação de risco de crédito inicialmente atribuída e sobre quaisquer mudanças subsequentes nas classificações. Estas informações devem ser preparadas de forma a permitir que os usuários das classificações de crédito avaliem sua precisão e comparem o desempenho das avaliações das distintas NRSROs. Ademais, as NRSROs terão de divulgar o uso de terceiros para os esforços de *due diligence*; caso uma NRSRO obtenha conhecimento de informação crível e significativa de outras fontes, esta deve considerar tal informação ao atribuir uma classificação (*rating*).

A Lei Dodd-Frank exige também a remoção de todas as referências à classificação de risco de crédito dos diversos outros esquemas estatutários – entre eles, a Federal Deposit Insurance Act, a Federal Housing Enterprise Financial Safety and Soundness Act, a Investment Company Act e a Securities and Exchange Act – de modo a eliminar a confiança excessiva nas classificações. Todas as agências federais devem substituir as referências nos regulamentos à classificação de risco de crédito por outros padrões de capacidade creditícia.

Além disso, a SEC deve encomendar um estudo sobre a viabilidade ou a conveniência de uniformizar as notações de risco para todas as NRSROs, padronizando os testes de estresse, exigindo uma correspondência quantitativa entre as classificações de crédito e uma série de probabilidades de inadimplência, e padronizando a terminologia das classificações. O Government Accountability Office deve realizar um estudo para avaliar diferentes métodos de recompensar as NRSROs para criar mais incentivos para o fornecimento de avaliações precisas, bem como um estudo sobre a viabilidade e a conveniência de criar uma organização profissional independente para classificar os analistas da NRSRO. Assim, a grande reforma sobre a operação e o papel das NRSROs aguarda a conclusão dos estudos encomendados.

Uma parte-chave das novas disposições lida com a estrutura das agências de classificação de risco. Cada NRSRO deve ter um conselho de diretores, metade do qual, no mínimo, deve ser independente. O conselho é encarregado de supervisionar a implementação dos controles internos referentes às políticas e aos procedimentos para determinação das classificações de risco, bem como das remunerações e das promoções dos funcionários dentro da organização. É ainda responsável por supervisionar a gestão de conflitos de interesse por meio da adoção de políticas e procedimentos apropriados.

A organização deve, pela lei, manter um sistema documentado e eficaz de controles internos para a atribuição das classificações. A SEC é encarregada de exigir que cada NRSRO prepare um relatório anual sobre os seus controles. O relatório deve incluir uma declaração do CEO que descreva a responsabilidade da direção pelo estabelecimento e pela manutenção do sistema. Cada NRSRO deve ainda designar um dirigente de *compliance*, que não pode realizar avaliações de risco nem participar de atividades de *marketing* ou venda. Da mesma forma, sua remuneração não pode estar vinculada ao desempenho financeiro da organização. Em vez disso, esta deve ser organizada de forma a assegurar independência.

O agente de *compliance* é encarregado da preparação de um relatório anual que trata das mudanças nos procedimentos internos de adequação às regras e do código de ética da organização. O relatório deve ainda examinar a conformidade interna com as leis de valores mobiliários e as políticas e os procedimentos da organização. A SEC deve rever o código de ética e a política de conflito de interesses da organização anualmente e sempre que houver mudanças materiais.

A lei trata também da questão da “porta giratória” entre as NRSROs e seus clientes. A este respeito, a Dodd-Frank exige que cada NRSRO informe à SEC o emprego de certos dirigentes seniores que estiveram associados com a agência de classificação nos últimos 5 anos, na qual a agência emitiu um *rating* para um instrumento no período de 12 meses anterior aos emprego desta pessoa.

Diversas seções da lei cuidam das responsabilidades potenciais ou das defesas em litígios das NRSROs. Estas incluem a aplicação das responsabilidades dos especialistas. As NRSROs serão agora responsabilizadas de acordo com a Seção 11 da Securities and Exchange Act. A Dodd-Frank substituiu a Norma 436 que isentava estas organizações de serem consideradas parte de um procedimento de declaração de registro. Consequentemente, para a inclusão de um relatório na declaração de registro deverá ser obtido o consentimento da NRSRO. A SEC está obrigada a remover a isenção para a divulgação pública das informações recebidas pelas agências de risco no processo de classificação, atualmente garantida pela Regulation Fair Disclosure (FD) da SEC. A lei também exige que todas as agências federais revejam e modifiquem os regulamentos para removerem referências ou dependência em relação às classificações de crédito, e os substituam por um padrão alternativo de capacidade creditícia. A lei especifica que as declarações feitas pelas agências de risco estão sujeitas às mesmas responsabilidades que as empresas de contabilidade e os analistas de *securities*, amparadas nas leis federais de valores mobiliários.

Finalmente, a Dodd-Frank exige a preparação de estudos e relatórios que possam criar impacto na futura regulamentação das agências de classificação de risco. Entre estes, inclui-se um relatório para o Congresso sobre o processo de avaliação de risco de crédito para estes produtos com prazo de 24 meses de

conclusão. Deve incluir um relatório sobre a independência das NRSROs e como isto impacta as avaliações, um estudo sobre a viabilidade e a vantagem de se padronizar a terminologia das classificações entre as agências de classificação e as classes de ativos, e um estudo dos meios alternativos para recompensar as NRSROs de modo a criar incentivos para notações mais precisas.

A SEC já havia realizado voluntariamente, em 2009, algumas referências regulatórias voluntárias para a atribuição de classificações de risco, mas agora a lei as torna obrigatórias. A SEC sinalizou que pretende ressuscitar um plano proposto em 2008, pelo qual as menções às classificações são removidas do formulário de registro simplificado, destinado a acelerar o processo para uma oferta primária de *securities* ao público. Atualmente, as empresas podem se qualificar para este processo se suas dívidas forem classificadas como *investment grade*; logo, será necessário propor uma alternativa – por exemplo, um histórico de emissão de mais de US\$ 1 bilhão de dívida não conversíveis por um período de 3 anos. Uma alternativa será também necessária para prover uma qualificação para os títulos mantidos por fundos mútuos do mercado monetário.

As dificuldades em torno da remoção das classificações dos regulamentos formais e a suspensão da isenção de responsabilidades para as NRSROs estão visíveis no fato de que os regulamentos da SEC que exigem classificações de risco de crédito para as emissões de securitizações públicas deverão ser eliminados em uma data futura, ao passo que a remoção da responsabilidade legal pelas classificações por elas emitidas entrou em vigor quando da aprovação da lei. Como resultado, as agências de classificação anunciaram que não mais permitiriam que suas classificações constassem nos documentos de registro para novas securitizações. Imediatamente após a aprovação da lei, a SEC foi forçada a anunciar uma isenção de 6 meses para as classificações nas declarações de registro para securitizações, com exceção das emitidas como colocações privadas sob a Regra nº 144a.

## 18 O PAPEL DOS HEDGE FUNDS E AS REFORMAS

Apesar de os *hedge funds* terem sofrido perdas substanciais como consequência da crise, tanto no valor dos ativos como de clientes, acredita-se, de forma geral, que eles desempenharam um papel pequeno na gênese da crise e que aqueles negativamente impactados foram fechados por meio de processos normais de resgate de ativos – embora com restrições significativas sobre o calendário dos desembolsos. Assim, a legislação Dodd-Frank não cria novos regulamentos substanciais para os *hedge funds*. As duas disposições básicas são a possibilidade de que o FSOC possa classificar um fundo grande como sistemicamente importante e, assim, sujeitá-lo a regulamentos adicionais similares aos aplicados a outras instituições regulamentadas; ou, sendo

um participante importante nas operações de *swap* ou um *swap dealer*,<sup>20</sup> estar sujeito à regulação aplicada aos *swaps* discutida acima.

A outra mudança básica é a exigência de registro e manutenção de informações. Para fundos na faixa de US\$ 25 milhões a US\$ 100 milhões de ativos geridos, faz-se necessário o registro no estado onde se localiza a sede, salvo se o estado não tiver exigência de exame; se os fundos operarem em mais de 15 estados que exijam registro, então o registro na SEC substitui os demais. Para fundos com ativos geridos superiores a US\$ 100 milhões, o registro na SEC faz-se necessário, a menos que os ativos sejam inferiores a US\$ 150 milhões e envolvam apenas fundos privados. Conforme observado anteriormente, a regra Volcker proíbe os bancos de possuírem mais que uma determinada parcela de *hedge funds*. Esta regulação destina-se a assegurar que um banco possa usar um *hedge funds* da mesma forma que usa uma subsidiária de *securities*.

Conforme observado, há isenções que dependem da sofisticação e da riqueza líquida do investidor no caso de venda privada de ativos por determinadas instituições financeiras. O valor da residência do investidor que tenha sido incluída no cálculo de seu patrimônio líquido será agora excluído, embora isto possa parecer um caso de “agir depois da casa roubada”.

Por outro lado, dadas as restrições aplicadas às atividades dos bancos com recursos próprios e às atividades especulativas, é provável que os *hedge funds* continuem a crescer em tamanho e número. De fato, muitos bancos fecharam suas próprias mesas de operações (*proprietary trading desk*), deslocaram pessoal para unidades de gestão de ativos de clientes, ou viram seus melhores gestores saírem para montar *hedge funds* autônomos – geralmente com o apoio do banco que estão deixando.

## 19 AUTORIDADES REGULATÓRIAS MÚLTIPLAS E SOBREPOSTAS

Uma das críticas que têm sido tradicionalmente feitas à regulação financeira dos Estados Unidos é a existência de múltiplas agências regulatórias, geralmente com atribuições sobrepostas. Isto se deve em parte à estrutura federal do país, que deixa a jurisdição sobre certas atividades para cada estado. Por exemplo, apesar de a Constituição proibir a emissão de moeda pelos estados, não os impede de constituir bancos, o que resulta em uma sobreposição entre os regulamentos estaduais e federais. Quando o governo federal tentou reaver seu monopólio sobre a emissão das notas bancárias, a fim de prover uma moeda nacional uniforme, criou o Escritório da Controladoria da Moeda para supervisionar os bancos nacionais que emitiam as notas.

---

20. Nota dos editores: *dealer* corresponde a uma instituição financeira (ou outra pessoa jurídica ou física) que, atuando em seu próprio nome, compra e vende instrumentos financeiros, arcando com os riscos de mercado e de contraparte.

As instituições de poupança possuíam sua própria estrutura regulatória estadual e federal, e quando o Federal Reserve foi criado, passou também a incorporar poderes regulatórios, supervisionando a emissão das notas do Federal Reserve. A introdução do seguro de depósito sob o New Deal levou à criação da FDIC para operar este sistema, bem como à criação da SEC. A CFTC foi criada para supervisionar os futuros agrícolas. A atual reforma da legislação não resolve este problema, e somente elimina uma agência regulatória, o Office of Thrift Supervision (OTS). Existem ainda poucas instituições de poupança, e o OTS possuía a reputação de executar uma supervisão lassa, o que o levou a se fundir com o OCC. Este órgão havia sido a agência reguladora responsável pela AIG, e a Countrywide realizou aquisições de forma a colocar-se sob sua autoridade.<sup>21</sup>

Por sua vez, as responsabilidades regulatórias do Federal Reserve aumentaram drasticamente, e hoje o banco central é encarregado de supervisionar todas as instituições sistemicamente importantes, bem como aquelas classificadas como tal pelo FSOC. Como resultado, o conflito potencial entre o papel do Fed de elaborar e implementar a política de estabilização de preço e do produto e o papel de assumir a responsabilidade pela estabilidade financeira, a ele atribuído pela lei, aumentou substancialmente. Minsky salientou persistentemente o fato de que estas duas funções reguladoras seriam conflitantes ao invés de complementares, e que este conflito aumentaria a fragilidade financeira no sistema. Esta oposição pode ser visualizada nas atuais críticas sobre a política de flexibilização quantitativa (*quantitative easing*) implementada pelo Fed a fim de restaurar a estabilidade financeira, mas que muitos veem como inflacionária. Minsky estava mais preocupado com os períodos nos quais o Fed usa a política monetária rígida para conter o nível de atividade, o que, ao mesmo tempo, faz com que as unidades de financiamento especulativas se tornem unidades Ponzi, porquanto a política restritiva leva ao encolhimento dos influxos de caixa. Um exemplo seria o aumento nas taxas de juros no início de 1994, que produziram uma ruptura no mercado de títulos e uma redução da riqueza global muito superiores à ao da quebra do mercado de ações de 1987.

Foi por essa razão que Minsky argumentou a favor de um papel maior para o Banco Central na promoção de estabilidade financeira, dada a sua posição enquanto emprestador ilimitado para o restante do sistema; em troca, deixaria a política econômica para as decisões fiscais do Tesouro. Apesar de muitos dos seus críticos terem sugerido que o Fed tem usurpado o papel de política fiscal do Tesouro, tem-se visto, todavia, o aumento dos seus poderes sobre a política econômica, à medida que cresce o seu papel na manutenção da estabilidade financeira. Com efeito, muitos argumen-

---

21. Nota dos editores: em razão dos riscos assumidos cujo impacto se revelou insuportável com a crise no mercado de hipotecas, o Countrywide entrou em processo de falência e foi absorvido pelo Bank of America, enquanto a AIG foi objeto de pesado programa de resgate do governo norte-americano.

tam que a próxima crise financeira pode ser gerada pela retirada da flexibilização quantitativa para combater a inflação, com o aumento das taxas de juros ocasionando o colapso dos preços dos títulos e perdas para instituições financeiras e famílias naquilo que consideravam serem ativos seguros.

Minsky defendeu que, ao invés de se usarem as variações na Fed *funds rate* (taxa de juros básica) e as compras e vendas no mercado aberto para tentar influenciar a decisão das instituições financeiras de custear as decisões de gastos do setor privado, deveria haver uma influência mais direta sobre os empréstimos bancários, assegurando que as instituições financeiras estivessem sempre com níveis baixos de reservas; ou seja, o estado normal dos negócios seria aquele em que as instituições financeiras tomariam empréstimos do Fed via operações de redesconto. Ao fornecer mais reservas por meio de empréstimos (em vez de por compras no mercado aberto), o Fed poderia influenciar a concessão de empréstimos, escolhendo os ativos que aceitaria para redesconto. Desta forma, o banco central poderia se recusar a redescontar os ativos oriundos do que ele percebesse ser empréstimo imprudente (por exemplo, hipotecas *subprime* em uma bolha imobiliária). Além do mais, isto forneceria ao Fed informações mais imediatas sobre as atividades de empréstimo das instituições financeiras e as inovações atreladas a estas atividades. Enquanto prestador para as instituições financeiras, o Fed teria acesso às suas carteiras – e poderia emitir alertas e ordens de “cessar e proibir”, conforme necessário. Este é um sistema que tem sido praticado com sucesso na Alemanha, onde as instituições financeiras estão normalmente “no banco” – ou seja, utilizando o crédito do Bundesbank de forma normal.

Além disso, a crença de que grande parte dos danos decorrentes da venda e da securitização das hipotecas *subprime* foram devido a práticas predatórias e/ou fraudulentas das instituições financeiras levou à proposta visando à proteção do contribuinte contra as práticas de negócio predatórias, na forma da Financial Products Safety Commission. As principais questões em jogo são se a comissão seria independente ou um apêndice do Federal Reserve e quais instituições estariam excluídas do seu mandato. Foram feitas propostas para isenções que abrangeriam 80% do sistema financeiro.

O Título X, Subtítulo A, Seção 1011, prevê a criação de um escritório independente no Federal Reserve, a ser denominado Bureau of Consumer Financial Protection, para regular a oferta e a provisão de produtos ou serviços financeiros de acordo com as leis financeiras federais do consumidor. O Escritório será responsável pela implementação destas leis federais por meio de regras, ordens, orientações, interpretações, declarações de políticas, exames e ações de *enforcement*, bem como pela realização de outras funções que possam vir a ser autorizadas ou exigidas por lei.

Houve muita pressão do setor financeiro para suprimir essa agência, e muitos acreditaram que esta deveria ser independente de forma similar à Food and Drug

Agency. No final, o escritório foi alocado no Federal Reserve, mas com um número substancial de garantias para assegurar que não fosse controlado ou influenciado pelo Fed.

Da mesma forma que o FSOC, o escritório terá uma unidade de pesquisa que investigará, analisará e informará sobre os desenvolvimentos nos mercados de produtos ou serviços financeiros ao consumidor, incluindo áreas de mercados de produtos ou serviços financeiros alternativos ao consumidor com elevadas taxas de crescimento e áreas de risco para os consumidores; acesso ao crédito justo e disponível para comunidades tradicionalmente não atendidas; conscientização do consumidor, bem como entendimento e uso de publicações e comunicados referentes a produtos ou serviços financeiros aos consumidores; conscientização e compreensão por parte do consumidor acerca de custos, riscos e benefícios dos produtos ou serviços financeiros; comportamento do consumidor em relação ao consumo de produtos ou serviços financeiros, incluindo o desempenho dos empréstimos hipotecários; e experiências dos consumidores tradicionalmente não atendidos, inclusive aqueles sub ou não bancarizados.

Haverá ainda uma unidade cujas funções deverão abranger o fornecimento de informações, orientação e assistência técnica referente à oferta e à provisão de produtos ou serviços financeiros para os consumidores e as comunidades tradicionalmente não atendidas, bem como o Office of Fair Lending and Equal Opportunity. Este escritório deverá prestar supervisão e garantir o cumprimento das leis federais destinadas a assegurar o acesso justo, equitativo e não discriminatório ao crédito, tanto para os indivíduos como para as comunidades cuja proteção é assumida pelo Bureau of Consumer Financial Protection, incluindo a Equal Credit Opportunity Act e a Home Mortgage Disclosure Act. A esperança é que se previna as práticas fraudulentas dos corretores de hipotecas observadas na recente crise. Também será estabelecido o Office of Financial Education para apoiar a educação e a cultura financeira, novamente com a intenção de tornar os consumidores mais conscientes das práticas enganosas e das fraudes na prestação de serviços financeiros.

## **20 PODE A DODD-FRANK IMPEDIR QUE “ISSO” ACONTEÇA DE NOVO?**

Apesar de a Dodd-Frank conter muitas propostas genéricas de melhorias para a supervisão, a regulamentação e a resolução de crises das instituições financeiras, sua plena implementação exigirá mais de 200 regras elaboradas pelas agências reguladoras, mais de 60 relatórios especiais e 22 relatórios adicionais. Assim, a forma final será determinada principalmente pela interação entre o incentivo político para a reforma e a capacidade das diversas agências governamentais de cumprirem as intenções da legislação. No entanto, conforme observado, esta mantém o modelo de negócio subjacente das instituições financeiras e as contradições inerentes à legislação de 1999 que estiveram no centro da crise. De fato, a lógica básica das



operações de resgate do Fed e do Tesouro tem sido a restauração do sistema. Ora, se o problema era a estrutura do sistema financeiro, então a Dodd-Frank não irá impedir uma nova crise. É provável que a próxima crise seja administrada de uma forma melhor. Entretanto, uma vez que as reformas não preveem uma política para reduzir a concentração e o tamanho das organizações, sua resolução envolverá instituições no mínimo tão grandes quanto as que enfrentaram problemas em 2007.

## REFERÊNCIAS

- BRANDEIS, L. **Other people's money: and how the bankers use it.** 1914. National Home Library Foundation, 1933.
- CURRIE, L. The decline of the commercial loan. **Quarterly Journal of Economics**, v. 45, n. 4, p. 698-709, Aug. 1931.
- FEDERAL RESERVE SYSTEM. Board of Governors of the Federal Reserve System. **Report to the Congress on risk retention.** Washington: Federal Reserve System, Oct. 2010.
- \_\_\_\_\_. **The supply and control of money in the United States.** Cambridge: Harvard University Press, 1934.
- FSOC – FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COMMISSION. **Macroeconomic effects of risk retention requirements.** Washington: FSOC, Jan. 2011.
- GREENBERGER, M. Out of the black hole: regulatory reform of the over-the-counter derivatives market. *In*: JOHNSON, R.; PAYNE, E. (Ed.). **Make markets be markets: project on global finance, step 1: restoring the integrity of the US financial system**, 96-116. New York: Roosevelt Institute, 2010.
- HOENIG, T. M. **Testimony before the joint economic committee United States Congress.** Washington: Federal Reserve Bank of Kansas City; JEC, 21 Apr. 2009.
- KAUFMAN, G.G. Securities activities of commercial banks: recent changes in the economic and legal environments. **Journal of Financial Services Research**, n. 1, p. 183-199, 1988.
- KROOSS, H. E. (Ed.) **Documentary history of banking and currency in the United States.** New York: Chelsea House, 1969. v. 2-7.
- PRINS, N. **Supplement to it takes a pillage.** 2010. Disponível em: <<http://nomiprins.squarespace.com/storage/bailouttallyoct2010.pdf>>.
- REUTERS. **UPDATE 1-Krawcheck says brokerage to grow revenue, margins.** 8 Mar. 2011. Disponível em: <<http://uk.reuters.com/article/2011/03/08/bankofamerica-krawcheck-idUKN0816544120110308>>.

ROSNER, J. **Has Dodd-Frank ended too big to fail?** Washington: House Oversight Committee, 30 Mar. 2011. (Testimony before the Subcommittee on Tarp)

SCHEIBER, N. The escape artist: how timothy geithner survived. **The New Republic**, 10 Feb. 2011.

SSG – SENIOR SUPERVISORS GROUP. **Observations on risk management practices during the recent market turbulence.** France: SSG, 6 Mar. 2008.

SIGTARP – SPECIAL INSPECTOR GENERAL FOR THE TROUBLED ASSET RELIEF PROGRAM. 2011. **Statement of Neil Barofsky, special inspector general, Troubled Asset Relief Program.** Washington: SIGTARP, 30 Mar. 2011. (Quarterly Report to Congress).

UNITED STATES. Department of Housing and Urban Development. **Housing and urban development: curbing predatory home mortgage lending.** 2000. Disponível em: <<http://www.huduser.org/portal/publications/hsgfin/curbing.html>>.

VALENTINE, R. W. Investment Banking: history and regulation. *In*: PROCHNOW, H. V. (Ed.). **American financial institutions.** Nova Iorque: Prentice Hall, 1951.

#### BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

MINSKY, H. P. Financial crisis, financial systems, and the performance of the economy. *In*: COMMISSION ON MONEY AND CREDIT. (Ed.). **Private capital markets.** Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1964. p. 173-380.

\_\_\_\_\_. Financial instability revisited: the economics of disaster. *In*: FEDERAL RESERVE SYSTEM. (Ed.). **Reappraisal of the Federal Reserve discount mechanism.** Washington: Federal Reserve System, 1972. v. 3, p. 95-136.

## O SISTEMA FINANCEIRO DA UNIÃO EUROPEIA PÓS-LEHMAN: RESPOSTAS POLÍTICAS E REGULATÓRIAS\*

Elisabetta Montanaro\*\*

Mario Tonveronachi\*\*\*

### 1 INTRODUÇÃO

Ao abordar questões europeias, é preciso lembrar que a construção europeia ainda está em andamento, com sua arquitetura peculiar subordinada a um processo evolutivo de longo prazo. Como é normal ocorrer com projetos inacabados, as partes constituintes, nacionais, não se encaixam adequadamente no desenho geral. Esta lacuna de consistência persiste, e pode até ser ampliada à medida que o próprio desenho do sistema evolui. Além das deficiências potenciais da arquitetura projetada, seu caráter inacabado pode representar uma grave ameaça quando desequilíbrios individuais se propagam causando fragilidades gerais. Em outras palavras, a construção europeia é caracterizada por um desenho em grande parte ainda não comprovado por sua evolução ao longo do tempo e pelo problema “transversal” decorrente do ajuste das condições nacionais heterogêneas ao *acquis communautaire*.<sup>1</sup> A evolução da arquitetura está longe de ser o resultado unânime das abordagens nacionais, e as concessões necessárias deixam espaço para a persistência de amplos graus de discricionariedade e especificidades nacionais.

No passado, problemas graves costumavam ser enfrentados por meio de reformas na arquitetura, levando por vezes, como no caso da União Econômica e Monetária, ao aprofundamento de alguns aspectos do processo de unificação. A recente crise poderia ter conduzido a um colapso na construção europeia, especialmente em sua última fase, caracterizada pela possibilidade de inadimplência da dívida soberana. Pelo contrário, no entanto, a resposta à falência do banco Lehman Brothers foi reafirmar a aceleração no processo de convergência sancionado

\* Texto elaborado com informações disponíveis até março de 2011.

\*\* Economista pela Universidade de Pisa, Itália, e pós-graduada pela Universidade St. Gallen, Suíça. Professora titular da Universidade de Siena e membro da Comissão Didática do programa de doutorado em *law and economics*. É conselheira do Banco Central Italiano (*Banca d'Italia*) na sucursal de Siena.

\*\*\* Economista pela Universidade de Siena, Itália, e pós-graduado pela Universidade Cambridge, Reino Unido. Professor titular de economia dos sistemas financeiros da Universidade de Siena e membro da Comissão Didática para o curso de Economia e Gestão dos Intermediários Financeiros.

1. Nota dos editores: a expressão em francês *acquis communautaire* se refere à legislação acumulada, incluindo os atos legais e a jurisprudência, que constitui o corpo legal da União Europeia.

pelo Tratado de Lisboa. A lição aprendida com a crise resultou na reformulação da arquitetura institucional europeia, e não apenas de sua esfera financeira. Objetivos comuns foram reorientados e o quadro institucional redesenhado, com o objetivo de alcançar uma discricionariedade nacional mais limitada e maior garantia do cumprimento das regras comuns. As reformas do setor financeiro devem, portanto, ser analisadas como parte da reformulação de todo o projeto.

Para uma total compreensão das respostas europeias à crise, é importante delinear tanto as características mais marcantes do sistema financeiro europeu (seção 2) quanto as etapas mais recentes no processo de harmonização regulatória (seção 3), aprofundando-se na gestão e resolução das crises transfronteiriças, o que constitui um problema especialmente crucial para a União Europeia (UE) – seção 4. Uma breve descrição da crise na Europa desde a primeira fase de turbulência financeira até as crises de dívida soberana (seção 5) auxilia o entendimento das respostas regulatórias e de política (seções 6, 7 e 8). Uma análise do processo que levou ao novo desenho global coloca estas respostas na perspectiva mais ampla da consistência da arquitetura como um todo (seção 9). Algumas conclusões são finalmente propostas sobre a relevância das reformas financeiras para a viabilidade de toda a construção europeia e sobre os perigos decorrentes de uma abordagem para a re-regulamentação que parece incapaz de reduzir significativamente as fragilidades sistêmicas.

## 2 AS ESTRUTURAS BANCÁRIA E FINANCEIRA PRÉ-LEHMAN

Os bancos são a espinha dorsal do sistema financeiro na Europa. No período 2000-2007, a zona euro e o Reino Unido apresentavam um nível de bancarização amplamente superior ao dos Estados Unidos (tabela 1). A razão do total de ativos sobre o produto interno bruto (PIB), no entanto, não é uniforme entre os países europeus (tabela 2): o nível e o crescimento da bancarização são significativamente mais elevados na Irlanda e no Reino Unido.

TABELA 1  
Ativos e empréstimos bancários em relação ao PIB<sup>1</sup>  
(Em %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Zona euro								
Ativos totais/PIB	247	252	254	260	267	282	294	313
Empréstimos/PIB	89	91	92	93	94	98	104	109
Reino Unido								
Ativos totais/PIB	325	356	352	382	401	443	483	520
Empréstimos/PIB	111	118	122	125	132	138	145	157

(Continua)

(Continuação)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Estados Unidos								
Ativos totais/PIB	59	61	62	65	65	67	69	73
Empréstimos/PIB	35	35	34	35	36	39	41	43

Fonte: Eurostat, Banco Central Europeu (BCE), Federal Reserve e, Fundo Monetário Internacional (FMI).

Nota: <sup>1</sup> Empréstimos excluem os intermediários financeiros e administrações públicas como contrapartes.

Os estoques referem-se às médias anuais.

**TABELA 2**  
**Ativos bancários em relação ao PIB**  
(Em %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Alemanha	286	296	294	297	297	305	303	304
Áustria	251	259	259	257	265	280	295	310
Bélgica	288	284	291	288	303	332	337	361
Dinamarca	245	247	262	286	284	314	327	365
Espanha	171	179	184	189	198	220	239	262
Finlândia	94	109	121	124	138	152	156	162
França	259	266	268	271	281	300	328	361
Grécia	143	139	133	128	130	137	144	156
Holanda	269	279	285	301	323	335	332	358
Irlanda	366	414	443	478	555	642	730	831
Itália	145	145	150	163	166	175	182	201
Portugal	210	212	219	239	235	226	235	246
Reino Unido	325	356	352	382	401	443	483	520
Suécia	n.d.	184	187	184	195	215	233	249

Fonte: BCE.

Obs.: 1. Os ativos totais referem-se a médias anuais.

2. n.d. = não disponível.

Os bancos europeus são financiados principalmente com passivos que não os depósitos (obrigações de curto e longo prazo, títulos de dívida imobiliária ou *covered bonds*, mercado monetário e mercado interbancário). Os bancos dos Estados Unidos são, pelo contrário, financiados principalmente por depósitos (tabela 3). Segundo um estudo realizado pelo Banco Central Europeu – BCE (ECB, 2009), os bancos europeus, especialmente a partir de 2003, registraram um aumento acentuado no descasamento de vencimentos e de moedas, assumindo assim maiores riscos de financiamento, de contraparte e de taxa de câmbio.

TABELA 3  
**Funding no mercado em relação ao funding bancário total**  
 (Em %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Alemanha	52	50	50	49	49	49	48	47
Áustria	61	54	57	55	57	58	58	58
Bélgica	39	42	36	40	41	46	47	47
Dinamarca	60	63	64	64	62	63	65	64
Espanha	34	31	31	33	35	41	42	42
Estados Unidos	33	32	29	30	30	29	30	30
Finlândia	55	62	58	54	68	60	62	61
França	67	62	62	63	60	63	62	64
Grécia	25	29	29	26	20	28	28	32
Holanda	73	70	70	74	59	58	74	68
Irlanda	63	60	61	60	61	72	72	68
Itália	57	56	58	56	58	60	60	61
Portugal	64	59	64	62	67	47	67	59
Reino Unido	49	50	54	55	60	62	62	58
Suécia	52	53	51	48	53	55	55	57

Elaboração dos autores.

Obs.: Para a Europa, Bankscope, balanços não consolidados; para os Estados Unidos, Federal Reserve, todos os bancos comerciais.

Uma terceira diferença em relação aos Estados Unidos refere-se à alavancagem (tabela 4). Os bancos europeus são em geral muito mais alavancados, e os países que apresentam níveis mais elevados e crescimento mais vigoroso da bancarização (mais uma vez Irlanda e Reino Unido) são os que apresentam maior alavancagem.

TABELA 4  
**Alavancagem bancária<sup>1</sup>**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Alemanha	26	25	24	26	27	27	26	26
Áustria	23	22	21	20	20	20	19	16
Bélgica	28	28	24	27	29	34	32	23
Dinamarca	15	17	18	17	17	18	17	19
Espanha	15	15	15	16	14	16	17	17
Estados Unidos	12	11	11	11	10	10	10	10
Finlândia	12	10	10	10	11	11	11	14
França	23	22	20	20	21	25	23	25
Grécia	14	14	15	14	19	19	16	15
Holanda	15	16	17	19	23	20	18	17
Irlanda	18	17	18	21	26	31	33	33
Itália	14	14	13	13	13	12	12	10
Portugal	15	20	21	17	17	15	12	8
Reino Unido	20	19	21	19	25	28	29	27
Suécia	30	25	27	25	21	22	23	25

Elaboração dos autores.

Obs.: Para a Europa, Bankscope, balanços não consolidados; para os Estados Unidos, Federal Reserve, todos os bancos comerciais.

Nota: <sup>1</sup> A alavancagem é calculada como o total de ativos sobre o património.

Finalmente, como evidenciam os dados para 2000-2007, a evolução da bancarização parece estar positiva e significativamente correlacionada entre os países com as captações no mercado e o grau de alavancagem (tabela 5). Assim, o crescimento da bancarização tem sido geralmente favorecido pela menor capitalização e pelo maior recurso às captações no mercado.

TABELA 5  
Correlações transnacionais

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2000-2007
Bancarização <i>versus</i> captações no mercado	0,38	0,33	0,39	0,48	0,37	0,62	0,52	0,48	0,45
Bancarização <i>versus</i> alavancagem	0,63	0,46	0,44	0,53	0,67	0,72	0,73	0,72	0,65

Elaboração dos autores.

O aumento do peso dos bancos europeus – principalmente os maiores – é significativamente explicado por suas atividades de mercado. Sua presença aumentou substancialmente nas áreas de banco de investimento (*investment banking*) (subscrição de títulos e de ações e empréstimos consorciados), negociações de títulos e ações e *market making*,<sup>2</sup> principalmente após a introdução do euro, que impulsionou o crescimento e a integração dos mercados de capitais europeus (EUROPEAN COMMISSION, 2007b). “Os bancos europeus também são os principais gestores dos esquemas de investimento coletivo, detendo uma participação de mercado superior a 80% em muitos países” (MÖRTTINEN *et al.*, 2005, p. 11). Além disso, de 2000 a 2007, o volume de securitização originado pelos bancos aumentou dez vezes, principalmente devido às hipotecas (EUROPEAN COMMISSION, 2009a).

A partir da década de 1980, o processo de consolidação no setor bancário ganhou impulso em todos os países europeus, levando, em muitos casos, a uma diminuição sensível no número de bancos e a um aumento das suas dimensões. Enquanto em sua primeira fase a consolidação permaneceu em grande parte como um fenômeno nacional, a partir de 2004-2005 as operações de fusão e aquisição (F&A) adquiriram uma dimensão transnacional, com o surgimento de grandes grupos bancários e financeiros pan-europeus. Em 2005, o BCE identificou 46 grupos bancários de importância sistêmica, com atividades que abrangiam mais de 60% dos ativos bancários da UE (ECB, 2006).

2. Nota dos editores: a expressão *market making* designa o agente que atua no mercado em condições de “ditar” os preços de um determinado título ou ação, “fazendo” o mercado.

### 3 HARMONIZAÇÃO REGULATÓRIA E A CRIAÇÃO DE UM MERCADO FINANCEIRO ÚNICO

O arcabouço institucional europeu foi construído em torno do objetivo de unificar as regras no mercado financeiro comum, ao mesmo tempo em que protegia as especificidades nacionais.

A partir da adoção do Ato Único Europeu, de fevereiro de 1986,<sup>3</sup> buscou-se a integração financeira mediante a adoção de uma estratégia de intervenções progressivas segundo os princípios da subsidiariedade e da proporcionalidade. O primeiro princípio reconhece a competência preponderante das autoridades nacionais para a regulamentação e supervisão das instituições financeiras, e o legislador europeu entra em ação quando as metas acordadas nos tratados da UE não puderem ser efetivadas em âmbito nacional. A proporcionalidade exige que a legislação da UE não exceda o estritamente necessário para atingir os objetivos pretendidos. O ajustamento das peculiaridades dos sistemas judiciários nacionais com os princípios da subsidiariedade e da proporcionalidade conduz automaticamente à diversidade jurídica. Isto significa que, em vez de buscar a plena harmonização regulatória, politicamente inviável, o mercado único tem sido construído sob três princípios fundamentais: harmonização mínima, controle do país de origem e reconhecimento mútuo.<sup>4</sup> O reconhecimento mútuo da regulamentação nacional, com base na harmonização mínima anterior, agrega a regulamentação prudencial e contábil ao princípio tradicional da supervisão do país de origem. Desta forma, cada instituição financeira adquire um passaporte europeu único, ou seja, tem o direito de fazer negócios na área da UE sob a supervisão e regulamentação do país de origem. A Segunda Diretiva Bancária (Directive 89/646/EEC, anexo 1)<sup>5</sup> estende o reconhecimento mútuo dos bancos comerciais para os bancos de investimento, anexando assim ao passaporte europeu a possibilidade de adotar o modelo de banco universal.

O processo de regulamentação apresentado no quadro 1 destaca o quanto o objetivo de criar um nível de igualdade de condições entre os países membros deriva da tradução para a legislação da UE dos princípios e das regras prudenciais acordados pelo Comitê de Basileia. Salvo algumas exceções marginais, na Europa isto diz respeito tanto às instituições de crédito (bancos comerciais) como os bancos de investimento.

3. Pelo Ato Único Europeu os Estados-membros se comprometeram a alcançar o mercado único de serviços financeiros até 1992. O Ato Único Europeu também almejava promover a liberalização dos movimentos de capitais como condição prévia para a liberalização do mercado dos serviços financeiros da UE.

4. Estes princípios foram confirmados pelo Ato Único Europeu.

5. Todos os documentos oficiais da UE são publicados no *Official Journal of the European Union (OJ)*. Disponível em: <eur-lex.europa.eu/OJIndex.do>.



**QUADRO 1**  
**Regras prudenciais e contábeis comuns às instituições financeiras europeias**

Diretivas	Data de emissão	Data de implementação	Conteúdo
83/350/EEC	1983	1985	Supervisão das instituições de crédito em base consolidada de acordo com a Basel Concordat de 1983.
86/635/EEC	1986	1993	Contas anuais e consolidadas dos bancos e outras instituições financeiras
92/30/EEC	1992	1993	Supervisão da instituição de crédito em base consolidada, em conformidade com o Acordo de Capital de Basileia de 1988.
89/299/EEC	1989	1993	Fundos próprios das instituições de crédito, em conformidade com o Acordo de Capital de Basileia de 1988.
89/647/EEC	1989	1993	Índice de solvência das instituições de crédito, em conformidade com o Acordo de Capital de Basileia de 1988.
92/121/EEC	1993	1994	Monitoramento e controle de grande exposição das instituições de crédito.
93/6/EEC (CAD)	1993	1996	Exigências de capital para risco de mercado resultante da negociação de valores mobiliários, derivativos e moedas estrangeiras.
94/19/EC	1994	1995	Sistemas de garantia de depósito.
95/26/EC	1995	1996	Supervisão reforçada das instituições financeiras (pós-Bank of Credit and Commerce International – BCCI).
98/31/EC (CAD2)	1998	2000	Revisão da Diretiva sobre Adequação de Capital 93/6/EEC em conformidade com a emenda do Acordo de Capital de Basileia para incorporar risco de mercado, permitindo a utilização de modelos internos.
2001/24/EC	2001	2004	Reorganização e liquidação das instituições de crédito.
2002/87/EC	2002	2004	Regras relativas à supervisão complementar das instituições de crédito, bancos de investimento e seguradoras que pertencem a um conglomerado financeiro.
EC 1606/2002 (Regulamentação) e 2003/51/EC	2002-2003	2005-2006	Aplicação das normas internacionais de contabilidade (International Accounting Standards) às contas anuais e consolidadas dos bancos, das instituições financeiras e das seguradoras.
2006/48/EC e 2006/49/EC (CRD)	2006	2007/2008	Diretiva de Requerimentos de Capital (Capital Requirements Directive) para implementação Acordo de Basileia II (instituições de crédito e bancos de investimento).

Elaboração dos autores.

O uso de diretivas pelas autoridades da UE é coerente com o princípio de harmonização mínima. Conforme consta no Ato Final e nas Declarações do Ato Único Europeu (Artigo 100a), “nas suas propostas (...) caberá à Comissão Europeia dar prioridade à utilização do instrumento de uma diretiva se a harmonização envolver a alteração das disposições legislativas de um ou mais Estados-membros” (EUROPEAN UNION, 1986). A diretiva é obrigatória para cada país-membro em termos dos resultados a serem alcançados, mas as autoridades nacionais são livres para escolher as formas e os métodos para atingir estes resultados. Diferentemente, no jargão da

UE, a regulamentação é o instrumento adequado quando o objetivo é a harmonização completa ou detalhada; uma regulamentação é imediatamente obrigatória para os países-membros.

O Tratado de Maastricht de 1992, que levou à criação do euro e do BCE, foi parte de um processo mais geral que visava à transferência de algumas prerrogativas nacionais para o plano europeu. O aprofundamento da integração financeira, juntamente com a expansão das atividades transfronteiriças esperadas com a adoção da moeda comum, tornou mais evidente a inconsistência entre as significativas especificidades nacionais resultantes da abordagem da harmonização mínima e o mercado financeiro único. Nesta perspectiva, a UE lançou em 1999 (EUROPEAN COMMISSION, 1999) um Programa de Ação para os Serviços Financeiros (Financial Services Action Plan – FSAP) com cinco anos de duração, cujo objetivo era de destacar as medidas necessárias para atualizar e harmonizar a regulamentação financeira até 2005. Esta iniciativa deixou clara a intenção de obter uma maior harmonização das regras nacionais. Reconhecendo que o arcabouço legal e regulatório existente estava dificultando o crescimento e a competitividade dos mercados europeus de valores mobiliários, em julho de 2000 o Conselho para Assuntos Econômicos e Financeiros (Economic and Financial Affairs Council – Ecofin) criou um Comitê de Especialistas (Experts) presidido por Alexander Lamfalussy. O comitê foi convidado

a avaliar as condições atuais para a implementação da regulamentação dos mercados de valores mobiliários na União Europeia; avaliar como o mecanismo de regulamentação dos mercados de valores mobiliários na União Europeia pode responder melhor à evolução em curso nos mercados de títulos e de ações (...); e, de modo a eliminar barreiras e obstáculos, propor cenários para a adaptação das práticas atuais a fim de garantir uma maior convergência e cooperação no dia a dia da implementação, levando em conta os novos desenvolvimentos no mercado de capitais (LAMFALUSSY *et al.*, 2000, p. 1).

O relatório final apresentado em 2001 (LAMFALUSSY *et al.*, 2001) continha uma série de medidas baseadas em uma abordagem em quatro níveis que passou a ser conhecida como o processo Lamfalussy.<sup>6</sup> A ideia central era a distinção entre duas fases do processo legislativo. A primeira fase (nível 1) consiste de opções políticas básicas; nesta fase, sob proposta da comissão, o Parlamento e o conselho adotam conjuntamente no âmbito do “processo

---

6. Em março de 2002, visando o cumprimento dos prazos para a implementação do Plano de Ação para os Serviços Financeiros, o Conselho Europeu aprovou a aplicação do processo Lamfalussy à legislação para os mercados de valores mobiliários. Em dezembro de 2002, o conselho decidiu estender o processo Lamfalussy a todo o setor financeiro, abrangendo assim os bancos, seguradoras, fundos de pensão e fundos de investimento em valores mobiliários transferíveis (UCITS).

de co-decisão” o arcabouço da legislação que estabelece o princípio central e define o poder da implementação. A segunda fase consiste na implementação técnica do arcabouço da legislação e é formalmente adotada pela comissão no nível 2, depois de uma votação realizada na comissão regulatória competente. Além disso, para a preparação técnica das medidas de implementação, a comissão é assessorada por comitês de supervisores nacionais, denominados “comitês de nível 3” (quadro 2). Estes comitês devem contribuir para a implementação consistente e convergente das diretivas da UE, assegurando uma cooperação mais eficaz entre as autoridades nacionais, e para a convergência das práticas de supervisão, fornecendo diretrizes (legalmente não vinculativas). O nível 4 refere-se à comissão garantindo a transposição oportuna e correta da legislação da UE para as leis nacionais.<sup>7</sup>

#### QUADRO 2

##### Os comitês Lamfalussy para regulamentação e supervisão financeira

	Bancária	Seguros e pensões	Ativos mobiliários (incluindo UCITS) <sup>1</sup>
Comitês de regulamentação (nível 2)	Comitê Bancário Europeu (European Banking Committee – EBC, no original)	Comitê Europeu de Seguros e Pensões (European Insurance and Occupational Pensions Committee – EIOPC, no original)	Comitê Europeu dos Valores Mobiliários (European Securities Committee – ESC, no original)
Comitês de assessoramento de supervisores nacionais (nível 3)	Comitê de Supervisores dos Bancos Europeus (Committee of European Banking Supervisors – CEBS, no original), em Londres	Comitê dos Supervisores de Seguros e Pensões Europeus (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors – CEIOPS, no original), em Frankfurt	Comitê de Reguladores dos Mercados de Valores Mobiliários Europeus (Committee of European Securities Regulators – CESR, no original), em Paris

Elaboração dos autores.

Nota: <sup>1</sup> UCITS (*undertakings for collective investment in transferable securities*) são garantias para investimentos coletivos em valores mobiliários transferíveis.

A esfera financeira, para a qual o Comitê Lamfalussy foi originalmente concebido, havia sido objeto da Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (*Financial Instruments Directive – MiFID, 2004/39/EC*), desenhada para aprimorar o processo visando um mercado financeiro único, já colocado em funcionamento pela Diretiva do Conselho de 1993 sobre serviços de investimento. O objetivo era fortalecer tanto a concorrência, abolindo a concentração da negociação nos mercados organizados, como nivelando as condições de operação entre os bancos de investimento europeus. Também se destinava a reforçar a proteção aos investidores, a governança dos bancos de investimento e a integridade do mercado. Com a adoção da Diretiva da

7. Nota dos editores: Processos por infração são o primeiro passo se um Estado membro não cumprir. Falhas mais graves podem ser submetidas ao Tribunal de Justiça.

Comissão de nível 2 (2006/73/EC) e a implementação da Diretiva de 2004, a MiFID tem vigorado desde novembro de 2007.

A arquitetura Lamfalussy foi, de fato, uma solução de compromisso entre a convergência necessária das práticas de regulamentação e supervisão e a manutenção das competências em nível nacional. De acordo com este desenho, a busca de uma harmonização eficaz passou para os comitês de nível 3, cuja principal tarefa era acompanhar a aplicação de orientações e recomendações comuns e não vinculativas. No início da recente turbulência financeira, a Comissão Europeia apresentou uma análise da experiência dos comitês de nível 3, segundo a qual os

comitês de nível 3 são responsáveis perante a comissão na medida especificada nas decisões que os instituem. Seus membros são responsáveis perante seus próprios governos e/ou parlamentos em âmbito nacional. Muitos supervisores nacionais não têm capacidade de realizar as suas tarefas no nível 3. Se as obrigações dos supervisores por força da sua legislação nacional conflitam com as medidas não vinculativas nos termos do nível 3, os supervisores permitirão que a obrigação nacional prevaleça (EUROPEAN COMMISSION, 2007a, p. 7).

O fato de os estatutos nacionais das autoridades de supervisão não fazerem referência explícita ao objetivo de alcançar a estabilidade financeira no âmbito europeu constitui uma limitação crucial para os comitês de nível 3 na busca de uma homogeneização regulatória e de supervisão eficaz. Logo, o arcabouço Lamfalussy não foi capaz de eliminar as arbitragens regulatórias das instituições financeiras provenientes de regras nacionais e práticas de supervisão distintas.

Apenas para se ter uma ideia da relevância dessas divergências, o Comitê de Supervisores dos Bancos Europeus (Committee of European Banking Supervisors – CEBS, 2008) listou 152 opções e prerrogativas nacionais na implementação da diretiva de requisitos de capital (*capital requirement directive* – CRD), muitas delas relacionadas a perfis decisivos, tais como as regras sobre a inclusão de instrumentos híbridos e interesses minoritários nos fundos próprios, regras sobre a consolidação, e a interpretação sobre a interconectividade no tratamento prudencial das grandes exposições. As divergências nas regras prudenciais e contábeis e nas práticas de supervisão abrem espaço para uma interpretação flexível das autoridades nacionais sobre as condições financeiras dos bancos (GARCIA e NIETO, 2005). A crise do IKB<sup>8</sup> e do Northern Rock revelou modelos e

---

8. O IKB Deutsche Industriebank, banco alemão que foi o primeiro na Europa a declarar que havia sido seriamente afetado pela crise das hipotecas *subprime*, havia garantido seu “intermediário” norte-americano (*US conduit*) em 40% de seus ativos próprios. Este é um caso claro de má gestão de risco pelo banco, mas também uma patente violação da regulamentação europeia sobre grandes exposições permitida pelo seu supervisor nacional (Lannoo, 2007; Brunnermeier, 2009).

estratégias de negócios que não teriam sido aceitos em países com um estilo de supervisão mais intervencionista, como o das autoridades italianas.<sup>9</sup>

#### 4 GESTÃO DE CRISE DE INSTITUIÇÕES TRANSFRONTEIRIÇAS

Já era evidente antes da recente crise financeira que a difusão dos bancos e grupos financeiros transfronteiriços iria colidir com o controle do país de origem e com o passaporte europeu (ECOFIN, 2001; GOODHART e SCHONMAKER, 2006).<sup>10</sup> O risco de potencial contágio além das fronteiras foi ampliado pelo aumento do tamanho dos bancos internacionais, cujas filiais e sucursais têm operações que são frequentemente um múltiplo do PIB do país em que se localizam, e pelo desenvolvimento do mercado interbancário único em euro: um grupo de grandes bancos europeus gradativamente e se tornou distribuidor de liquidez ao tomar empréstimos em euro no mercado interbancário integrado e, em seguida, emprestar nos mercados internos (ECB, 2006).

A ausência de incentivos eficazes e/ou regras vinculativas para a colaboração entre os países envolvidos ressalta a contradição entre a tendência de promover atividades financeiras transfronteiriças e a dependência de supervisores nacionais, de intervenções do prestador de última instância, dos sistemas de garantia de depósitos, e da legislação sobre reorganização e liquidação bancária. O problema-chave é o descompasso entre a extensão das atividades além das fronteiras dos bancos multinacionais e o escopo nacional das redes de supervisão e de segurança.

A atribuição da responsabilidade pela supervisão dos grupos transfronteiriços depende de se a atividade externa referir-se a filiais ou a sucursais. Para as

9. A Itália foi o único grande país europeu não atingido por uma crise financeira sistêmica e no qual não houve auxílio público para socorrer bancos. De acordo com o Conselho de Estabilidade Financeira: "O impacto inicial relativamente suave da crise pode ser atribuído a uma atitude prudente de regulamentação e supervisão, bem como a fatores fundamentais de ordem institucional. Por exemplo, as autoridades apontam que sua abordagem para a validação dos modelos pode ter desencorajado os bancos a participarem em atividades complexas de securitização. No mercado de empréstimos hipotecários, as exigências de garantias pessoais incentivaram índices conservadores de *loan-to-value* (LTV); os bancos estão sujeitos às regras de venda de créditos, inclusive por terceiros; e a legislação contra a usura impede empréstimos arriscados a taxas de juros elevadas. Além disso, uma lei de 1999 exige que os veículos para propósitos especiais (*special purpose vehicles*) sejam registrados e façam relatos periódicos de suas atividades e enviem dados para as autoridades. O Banco da Itália também submeteu os bancos que patrocinavam veículos de investimento estruturado (*structured investment vehicles*) a uma fiscalização rigorosa e a persuasão moral, evitando assim alguns dos problemas de liquidez que impactaram estas instituições em outros países. Finalmente, o fato de o Banco da Itália ser também responsável pela supervisão dos intermediários financeiros não bancários, e de tais entidades serem obrigadas a se registrar e, quando ultrapassarem determinado tamanho ou nível de complexidade, a cumprir com requisitos de capital e governança, pode ter reduzido as possibilidades de arbitragem regulatória" (Financial Stability Board, 2011, p. 9).

10. Por exemplo, a expansão internacional do Nordea Banking Group tem sido motivo de preocupação para as autoridades de supervisão nórdicas desde 2003: "a maior integração levanta a questão de quanta responsabilidade os países de origem estão dispostos a assumir para a estabilidade financeira em outros países onde um banco atua. Por exemplo, o Nordea Group é um banco sueco que tem a sua maior participação de mercado na Finlândia. As autoridades suecas estariam dispostas e aptas a julgar o impacto do Nordea sobre a estabilidade na Finlândia? E a autoridade finlandesa estaria preparada para transferir a responsabilidade de uma parte considerável do seu sistema financeiro para a Suécia?" (Sveriges Riskbank, 2003, p. 75-76).

filiais, a responsabilidade pela supervisão da estabilidade cabe ao país no qual a empresa-matriz está sediada, enquanto o país anfitrião é responsável pela gestão da liquidez. Para as subsidiárias, a responsabilidade por seu controle pertence ao país anfitrião, enquanto a autoridade supervisora da empresa-matriz é responsável pela estabilidade de todo o grupo em nível consolidado. A colaboração entre as autoridades do país de origem e do país anfitrião tem sido em geral voluntária e discricionária, baseada em memorandos bilaterais ou multilaterais de entendimento (*memorandums of understanding* – MoUs) sobre o compartilhamento de informação para a supervisão.<sup>11</sup> Somente a partir da diretiva de implementação do Acordo de Basileia II (Diretiva 2006/48/EC, Artigos 129, 131 e 132), a cooperação entre os países de origem e o país anfitrião tornou-se obrigatória, mesmo que apenas para certas questões do pilar 1, como no caso das abordagens padronizadas baseadas em classificações de risco fornecidas pelas agências de *rating* ou agências de crédito à exportação ou, ainda, abordagens que permitem o uso de modelos internos (*internal ratings based* – IRB). A coordenação recai sobre o supervisor do ente consolidado, que tem a última palavra em caso de divergência.

Como mostra o quadro 3, a responsabilidade pela supervisão implica a responsabilidade pelo seguro de depósito e pela reorganização e liquidação das instituições insolventes.

### QUADRO 3

#### Jurisdição na UE para supervisão, seguros de depósitos e autoridades de reorganização

	Supervisor prudencial	Regulador de seguro de depósito	Autoridade de reorganização e de liquidação
Bancos legalmente constituídos			
Bancos matriz autorizados no país de origem	País de origem autoriza o banco matriz (supervisão em base consolidada – solvência)	País de origem	País de origem
Subsidiárias dos bancos matriz com sede e autorizados em outro país da UE	País de origem autoriza o banco matriz (supervisão em base consolidada – solvência) País anfitrião autoriza a subsidiária (base independente)	País anfitrião	País anfitrião

(Continua)

11. O primeiro memorando de entendimento multilateral entre as autoridades de supervisão bancária e os bancos centrais da União Europeia foi adicionado em 2003 a alguns dos memorandos bilaterais existentes. De acordo com o comunicado para a imprensa (ECB, 2003), este memorando, que não é divulgado publicamente, “consiste de um conjunto de princípios e procedimentos para a cooperação transfronteira em situações de gestão de crise. Estes princípios e procedimentos tratam especificamente da identificação das autoridades responsáveis pela gestão da crise, os fluxos de informação necessários entre todas as autoridades envolvidas e as condições práticas para o compartilhamento de informações em âmbito transfronteira”. Um memorando de entendimento posterior não publicado, celebrado entre autoridades de supervisão bancária, bancos centrais e ministérios de finanças da UE, foi assinado em 2005. De acordo com o comunicado para a imprensa (ECB, 2005), este memorando de entendimento “consiste de um conjunto de princípios e procedimentos para o compartilhamento de informações, opiniões e avaliações, a fim de facilitar o cumprimento por parte dessas autoridades das suas funções políticas respectivas e preservar a estabilidade geral do sistema financeiro dos Estados-membros individuais e da UE como um todo.” Está expressamente definido que “um memorando de entendimento é um instrumento juridicamente não vinculativo para o estabelecimento de medidas práticas destinadas a promover a cooperação entre as autoridades em situação de crise ou de crise potencial, sem solapar suas respectivas responsabilidades institucionais ou restringir sua capacidade de tomada de decisão independente e oportuna em seus respectivos campos da atuação, principalmente no que tange ao dia a dia da condução dos bancos centrais e às tarefas de supervisão, conforme definido na legislação nacional e da comunidade”. Para uma análise dos incentivos-ineficiências resultantes da cooperação voluntária entre as autoridades de supervisão dos países de origem e dos países anfitriões, ver Enria e Vesala (2003).

(Continuação)

	Supervisor prudencial	Regulador de seguro de depósito	Autoridade de reorganização e de liquidação
Bancos legalmente constituídos			
Subsidiárias dos bancos matriz sediadas e autorizadas em um país fora da UE	País anfitrião autoriza a subsidiária	País anfitrião	País anfitrião
Filiais			
Filiais de bancos sediadas e autorizadas em outro país da UE	País de origem do escritório matriz (supervisão consolidada – solvência) País anfitrião (liquidez)	País de origem (possibilidade de complementar a garantia do país anfitrião)	País de origem
Filiais de bancos sediadas e autorizadas em um país fora da UE	País anfitrião	País anfitrião, se a cobertura oferecida pelo país de origem não for equivalente à prescrita pelo regime de garantia de depósitos	País anfitrião, nos casos em que o banco estrangeiro possuir filiais em mais de um Estado-membro

Fonte: Garcia e Nieto (2005, p. 12).

Para completar o quadro, é preciso lembrar que, formalmente, a função de emprestador de última instância não é atribuída ao BCE, permanecendo na esfera de cada banco central nacional. Na falta de um quadro comum de supervisão dentro da UE, nem o sistema de garantia de depósitos de 1994 (94/19/EC), nem a diretiva relativa à reorganização e liquidação das instituições de crédito de 2001 (2001/24/EC) poderia almejar criar um arcabouço de gestão de crise em âmbito europeu.

O objetivo da diretiva relativa ao sistema de garantia de depósitos (94/19/EC) era garantir somente um nível mínimo de harmonização do regime de garantia de depósitos dentro da Comunidade Europeia, segundo quatro princípios: participação obrigatória de todos os bancos europeus em um esquema de garantia de depósitos; custo do financiamento destes sistemas a ser arcado, em princípio, pelas próprias instituições de crédito; proteção dos depósitos a ser substancialmente incorporada às regras de supervisão prudencial; e sistemas nacionais de garantia de depósitos não devem ser usados como um meio para gerar concorrência desleal entre bancos nacionais e filiais de bancos da UE. Além disso, a diretiva específica, as características básicas obrigatórias que o seguro de depósito deve ter em todos os países europeus: ele deve cobrir pelo menos € 20 mil por pessoa por banco; deve excluir a cobertura de depósitos interbancários; e pode excluir outros passivos a critério do governo nacional. Por causa da ligação existente em uma filial entre sua supervisão de solvência e sua participação em um sistema de garantia de depósitos, a diretiva da UE adotou o princípio do seguro do país de origem, em virtude do qual todas as filiais de um banco operando dentro da UE devem estar cobertas pelo sistema de garantias reservado no país de origem.

A abordagem de harmonização mínima adotada pela diretiva resultou em diferenças significativas nos níveis de cobertura pré-crise em toda a UE, variando

entre o mínimo de € 20 mil (como na Áustria, Bélgica, Alemanha, Espanha, Irlanda e Holanda) e o máximo de € 244.409 na Noruega (EUROPEAN COMMISSION, 2010a). As obrigações de financiamento distintas para os bancos nos Estados-membros (*ex-ante* o financiamento não era obrigatório) e as contribuições bancárias geralmente muito baixas tornaram os sistemas de garantias de depósitos da UE ineficazes para lidar com as crises bancárias graves. “Em relação a qualquer uma das 43 LCFI europeias [*large and complex financial institutions* – instituições financeiras grandes e complexas] (...) não é possível esperar que nenhum sistema atual tenha a capacidade de realizar restituições sem o envolvimento de recursos públicos” (DE LAROSIÈRE *et al.*, 2009, p. 34, nota 7).

A diretiva europeia sobre a resolução de crises concerne aos bancos transfronteiriços com filiais em outros países membros segue as leis do direito internacional privado, cujo escopo se limita à identificação do órgão jurisdicional competente e ao reconhecimento de suas decisões, deixando as questões verdadeiramente importantes para serem definidas pelas leis de insolvência bancária do país de origem (NIEROP e STENSTRÖM, 2002). Consistentemente com os princípios da licença única, do controle do país de origem sobre a solvência, e do reconhecimento mútuo, a diretiva de liquidação estabelece que a resolução de crises bancárias transfronteiriças deve seguir os princípios da entidade única e da universalidade. O princípio da entidade única significa que apenas um tribunal, aquele do país de origem, tem competência para decidir sobre a falência de um banco. O princípio da universalidade significa que o processo nacional abrange todos os ativos e passivos estrangeiros da empresa insolvente, e grupos equivalentes de credores são tratados igualmente perante um único conjunto de prioridades definidas pela lei que rege o processo (LASTRA e WIHLBORG, 2007). Os princípios da entidade única (unidade das medidas) e da universalidade “exigem que as autoridades administrativas ou judiciais do Estado-membro de origem tenham competência exclusiva e as suas decisões sejam reconhecidas e capazes de produzir, em todos os outros Estados-membros, sem qualquer formalidade, os efeitos atribuídos a elas pela lei do país-membro de origem” (Directive 2001/24/EC, p. 16).

A falta de harmonização europeia tem várias consequências. Ainda é preciso elaborar uma definição europeia comum de insolvência bancária. Leis distintas de falência, gerais ou específicas aos bancos,<sup>12</sup> levam a abordagens distintas de insolvência bancária. A definição tradicional de insolvência no direito comercial – falta de pagamento das obrigações em seu vencimento ou passivos superiores aos ativos – não se aplica de forma tão simples aos bancos. No seg-

12. Para uma análise dos regimes de resolução nos países europeus, consultar Eisembeis e Kaufman (2007), quadro 2, e Brierley (2009) para a recente reforma no Reino Unido.



mento bancário, o limite entre a falta de liquidez e a insolvência não é claro. Um banco economicamente insolvente nem sempre é declarado legalmente insolvente pelas autoridades responsáveis devido à possibilidade de contágio para outros bancos. Além disso, os poderes e obrigações das autoridades de resolução (saneamento) variam amplamente entre os países europeus. Mais importante ainda, os objetivos da intervenção podem diferir: alguns países favorecem a proteção das instituições, enquanto outros atribuem maior prioridade à proteção dos credores. A prioridade dos interesses nacionais é perfeitamente legítima tanto para os governos, que têm de prestar contas aos contribuintes pelos eventuais custos fiscais de um socorro às instituições, quanto para os supervisores, que devem preservar a estabilidade do seu sistema financeiro nacional. No entanto, a quebra de grandes grupos transfronteiriços torna inevitável o surgimento de conflitos entre países de origem e anfitriões.

Estes conflitos podem ser ainda mais acentuados para os bancos que atuam além das fronteiras com filiais localizadas em outros países da UE. Em princípio, as filiais estrangeiras podem não ser diretamente afetadas pelas medidas de resolução (saneamento) do banco-matriz. A gestão de uma subsidiária deve adotar práticas de delimitação a fim de permitir que uma eventual resolução transcorra de acordo com o quadro jurídico e de supervisão do país em que ela está sediada. Na realidade, as interconexões financeiras entre os vários componentes de um grupo inevitavelmente implicam que o processo de insolvência contra o banco-matriz coloque alguma pressão sobre o banco central nacional e/ou as autoridades fiscais do país anfitrião, principalmente se a subsidiária é localmente sistêmica.

Dependendo da natureza da instituição com problemas, a gestão da crise pode envolver agências nacionais de supervisão de diferentes estruturas, bancos centrais nacionais com escopos muito diferentes no tocante à assistência de liquidez de emergência, tesouros nacionais (com as restrições decorrentes do Pacto de Estabilidade e Crescimento, em inglês, *Stability and Growth Pact* – SGP), e o BCE. Em qualquer caso, a resolução da crise é de responsabilidade final dos tesouros nacionais (PISANI-FERRY e SAPIR, 2009). A recente crise mostrou que as externalidades transfronteiriças e as repercussões negativas decorrentes das decisões individuais de supervisão não recebem a devida consideração no quadro institucional europeu: “é questionável se o controle pelo país de origem da supervisão e a responsabilidade do país anfitrião pela estabilidade financeira são sustentáveis em um mercado europeu em processo de integração” (SCHONMAKER e OOSTERLOO, 2005, p.4).

Basicamente, a raiz dessas dificuldades reside em uma contradição fundamental. O passaporte europeu e o Ato Único Europeu requerem a existência de um mercado único eficaz, ou seja, a harmonização máxima, e a ausência de externalidades fiscais entre os países fiscalmente independentes. As realidades são,

no entanto, bastante diferentes, uma vez que esta última condição não se sustenta e os mercados financeiros da UE permanecem fragmentados por reguladores e supervisores nacionais, assistência de liquidez de emergência nacional, e leis de resolução estritamente nacionais.

## 5 AS DUAS FASES DA CRISE EUROPEIA

A primeira fase da crise europeia (agosto de 2007 a setembro de 2008) parecia ter se limitado às turbulências financeiras causadas pela crise das hipotecas *subprime* dos Estados Unidos. No verão de 2007, o colapso do mercado norte-americano de derivativos baseados em hipotecas *subprime* provocou um aumento acentuado e generalizado na avaliação do risco de contraparte no mercado interbancário, devido às incertezas sobre o potencial de perdas relativas a estes produtos. O temor foi motivado pela falência do IKB como consequência do fracasso do seu veículo financeiro nos Estados Unidos, e pela decisão do BNP Paribas de suspender o resgate de três fundos de investimento devido à sua incapacidade de precificar suas carteiras de produtos estruturados. As taxas de juro de curto prazo no mercado interbancário dispararam, enquanto a oferta de contratos de longo prazo praticamente desapareceu. No início de agosto, o BCE ofereceu liquidez ilimitada para as operações de *overnight*. Nos meses seguintes, vários outros bancos da UE, particularmente expostos ao setor de hipotecas e/ou de *wholesale funding*,<sup>13</sup> mostraram sinais sérios de dificuldades, sendo muitas vezes resgatados por meio da intervenção pública. Excetuando-se os casos pontuais graves de *write-down*<sup>14</sup> e recapitalização, o problema de liquidez foi muito mais generalizado devido à estrutura de financiamento dos bancos europeus mencionada anteriormente.<sup>15</sup> Até o primeiro semestre de 2008, os formuladores de política percebiam a crise principalmente como sendo de liquidez, razão pela qual o BCE mostrou-se mais preocupado com a taxa de inflação e continuou a aumentar suas taxas de referência até julho de 2008. Este período não assistiu a nenhuma flexibilização na política monetária, o que também é comprovado pelo aumento moderado da base monetária. A liquidez necessária para facilitar o funcionamento do mercado interbancário era garantida por operações de *swap* reverso e políticas de provisão de liquidez de balcão, além da sintonia fina dentro no período de manutenção de reservas (ECB, 2010).

A segunda fase da crise da UE começa com a falência do Lehman Brothers (setembro de 2008). Esta fase caracteriza-se pela percepção da natureza sistêmica

13. Nota dos editores: a expressão *wholesale funding* se refere ao financiamento no mercado de transações de montantes elevados, que representam uma fonte importante de captação de recursos em larga escala para as instituições financeiras. Englobam operações de empréstimo entre bancos e/ou outras instituições, acesso aos fundos públicos (federal, estadual e municipal), crédito junto ao banco central (no caso dos Estados Unidos, o Programa de Crédito Primário do Federal Reserve) e depósitos estrangeiros, entre outras transações.

14. Nota dos editores: revisão para baixo do valor contábil de um ativo de forma a ajustá-lo ao seu valor de mercado.

15. Para uma análise mais detalhada dos episódios de turbulência e das medidas nacionais de emergência, ver Petrovic e Tutsch (2009), European Commission (2009b) e Banque de France (2010).

das falências bancárias em vários países do bloco, pelos efeitos generalizados, embora não uniformemente negativos, sobre o crescimento real (com consequências sobre perdas bancárias) e, posteriormente, pelo aparecimento de crises de dívida soberana dentro da zona euro.

Uma série de fatores explica as diferenças no grau em que a crise atingiu os países da UE. Alguns fatores eram exógenos, como a exposição aos mercados financeiros internacionais (Estados Unidos e países emergentes da Europa Centro-Oriental) e a redução no comércio internacional. Outros foram específicos a cada país: primeiro, a representatividade do setor financeiro em relação ao PIB, a magnitude da bolha imobiliária, a exposição relativa ao risco de mercado; em seguida, o risco de crédito e o grau de competitividade internacional; e, por fim, mas não menos importante, as práticas de supervisão lassas.

Uma análise mais detalhada dos vários graus de impacto da crise sobre os sistemas financeiros nacionais é apresentada na seção a seguir. Como mostra a tabela 6, a interação entre esses fatores exógenos e endógenos produziu seus maiores efeitos reais em 2009.

**TABELA 6**  
**Crescimento anual do PIB – preços constantes de 2000**  
(Em %)

	2006	2007	2008	2009
União Europeia (27 países)	3,2	3,0	0,5	-4,2
Alemanha	3,4	2,7	1,0	-4,7
Áustria	3,6	3,7	2,2	-3,9
Bélgica	2,7	2,9	1,0	-2,8
Dinamarca	3,4	1,6	-1,1	-5,2
Espanha	4,0	3,6	0,9	-3,7
Estados Unidos	2,7	1,9	0,0	-2,6
Finlândia	4,4	5,3	0,9	-8,2
França	2,2	2,4	0,2	-2,6
Grécia	5,2	4,3	1,0	-2,0
Holanda	3,4	3,9	1,9	-3,9
Irlanda	5,3	5,6	-3,5	-7,6
Itália	2,0	1,5	-1,3	-5,0
Portugal	1,4	2,4	0,0	-2,5
Reino Unido	2,8	2,7	-0,1	-4,9
Suécia	4,3	3,3	-0,6	-5,3

Fonte: Eurostat – Banco de dados estatísticos da Comissão Europeia. Disponível em: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home>>.

A tabela 7 apresenta como esses fatores de fragilidade caracterizavam diferentemente alguns países da UE, causando finalmente várias crises sistêmicas.

TABELA 7  
Vulnerabilidades sistêmicas dos bancos e países da UE

	Atingido por crises financeiras sistêmicas <sup>1</sup>	Bolhas imobiliárias <sup>2</sup>	Grande exposição a ativos tóxicos dos Estados Unidos <sup>2</sup>	Grande exposição a países emergentes enfraquecidos da Europa <sup>2</sup>	Tamanho dos grandes bancos/ PIB <sup>3</sup>	Baixa competitividade externa <sup>4</sup>
Alemanha	✓		✓			
Áustria	✓			✓		
Bélgica	✓			✓	✓	
Dinamarca	✓	✓			✓	
Espanha	✓	✓				✓
Finlândia				✓		
França					✓	
Grécia				✓		✓
Holanda	✓			✓	✓	
Irlanda	✓	✓			✓	✓
Itália						✓
Portugal						✓
Reino Unido	✓	✓	✓		✓	✓
Suécia				✓		

Elaboração dos autores.

Notas: <sup>1</sup> De acordo com Laeven e Valencia (2010). A Espanha foi adicionada para atualizar a lista dos autores.

<sup>2</sup> European Commission (2010b).

<sup>3</sup> Ver tabela 2.

<sup>4</sup> Os cálculos dos autores estão baseados na evolução recente do saldo em conta-corrente do balanço de pagamentos e das taxas de câmbio real efetivas.

Com exceção da Áustria, os países da UE listados na tabela anterior são economias abertas, muito mais que a dos Estados Unidos. Ainda que todos os países tenham sofrido com uma desaceleração do comércio internacional, os mais atingidos foram aqueles que apresentavam um grau reduzido e em deterioração da competitividade.

As distorções regulatórias e as práticas negligentes de supervisão nacionais estão por trás de muitas das vulnerabilidades expostas na tabela 7. As autoridades oficiais, por terem permitido uma subvalorização geral dos riscos e a sua concentração, o financiamento das bolhas imobiliárias e de ativos, o superdimensionamento dos bancos individuais e, de fato, de todo o setor, carregam a maior responsabilidade, se não pela origem da crise, quase certamente por sua gravidade.

Em certa medida, os dados das tabelas 6 e 7 não levam totalmente em conta os diferentes impactos da crise nos países da UE. Um ponto a se ter em mente é que a força total da crise foi atenuada em alguns países por estímulos fiscais anticíclicos (EUROPEAN COMMISSION, 2009c). Os países com uma elevada dívida pública, como Grécia e Itália, contaram apenas com os estabilizadores automáticos. Além disso, como será apontado na seção a seguir,

muitos sistemas financeiros nacionais foram salvos de turbulências mais sérias por auxílios estatais específicos. Por fim, a partir do segundo semestre de 2008, o BCE afrouxou a política monetária, reduzindo drasticamente suas taxas de juro, injetando grande quantidade de liquidez, principalmente, pela extensão da elegibilidade dos colaterais para operações no mercado aberto a ativos de classificação inferior, e alongando as condições de refinanciamento. Além disso, os bancos centrais nacionais lançaram operações de assistência de liquidez emergências que utilizavam requisitos bastante distintos de colateral e margens de segurança. Como resultado da flexibilização quantitativa e de preço, o custo de captação dos bancos teve uma redução geral e acentuada em 2009 (BCE, Statistical Data Warehouse), o que representou um bote salva-vidas crucial para vários deles, com efeitos diferentes entre os países membros.

Embora o BCE (ECB, 2010, p. 70) afirme que “ao longo de 2009 os mercados financeiros cada vez mais mostraram sinais de estabilização”, os problemas subjacentes estavam longe de serem resolvidos. Em particular, os bancos e os mercados continuaram a contar com a liquidez extraordinária e os baixos custos de *funding* do banco central. As tentativas por parte do BCE de abandonar suas operações fora do padrão foram substancialmente interrompidas pela eclosão da crise da dívida soberana nos primeiros meses de 2010, que começou na Grécia, atingindo a Irlanda e, mais recentemente, Portugal.

Devido ao efeito combinado de políticas anticíclicas, resgates dos intermediários financeiros e redução das receitas públicas devido à “grande recessão”, o déficit público geral dos países da UE triplicou nos últimos anos, atingindo 6,8% do PIB em 2009 (6,3% na zona euro). A relação dívida/PIB chegou a 73,6% (78,7% na zona euro), e esperava-se que subiria para 84% em 2011 (EUROPEAN COMMISSION, 2010b). Em 2009, a atenção do mercado foi se deslocando do setor financeiro para a alavancagem do setor público, aumentando enormemente o *spread* da dívida soberana entre os países da eurozona. Em alguns casos, como o da Grécia, a crise da dívida soberana irrompeu independentemente da crise, embora tenha sido agravada por ela; em outros casos, como o da Irlanda, ela foi diretamente relacionada à crise. Países com problemas semelhantes – o modesto crescimento e a baixa competitividade de Portugal e Itália, ou os socorros a bancos e a baixa competitividade na Espanha – passaram a estar sob rigoroso escrutínio. Como a maioria dos bancos da UE possui sua atividade predominante em seu país de origem, o rebaixamento da dívida soberana passa cada vez mais a se refletir em maiores custos de financiamento. O perigo de uma espiral negativa, com perdas transfronteiriças aumentando o contágio e levando a uma deterioração mais generalizada das finanças públicas, alertou todas as autoridades da UE.

## 6 INTERVENÇÕES GOVERNAMENTAIS PARA APOIAR OS SISTEMAS FINANCEIROS

Imediatamente após a falência do Lehman Brothers (15 de setembro de 2008), vários países da UE perceberam o risco de uma onda de falências de bancos e correram, cada um à sua maneira, para resgatar suas instituições financeiras em dificuldade. Pacotes de resgate foram adotados para os bancos Bradford & Bingley (Reino Unido), Hypo Real Estate (Alemanha), Fortis (Bélgica/Holanda/Luxemburgo) e Dexia (Bélgica/França/Luxemburgo). Muitos governos também emitiram garantias sobre os depósitos bancários e outros passivos. Embora justificadas pela urgência de agir, estas medidas constituíram uma violação patente às regras do mercado financeiro único, criando o risco de grandes fluxos de recursos dirigidos para os países que oferecessem o nível mais alto de proteção. Na verdade, um processo deste tipo começou depois que o governo irlandês introduziu um sistema de garantia restrito a bancos de controle majoritariamente irlandês; fundos começaram a migrar para estes bancos vindos de instituições não irlandesas, operando na Irlanda e no exterior.

A primeira resposta da UE veio na reunião do Ecofin em 7 de outubro, que reconheceu a necessidade de apoiar as instituições financeiras sistêmicas com todas as medidas necessárias, incluindo a recapitalização. Ao mesmo tempo, ele afirmou os princípios comuns que os governos deveriam ter respeitado: as intervenções deveriam ser oportunas e o apoio deveria ser em princípio temporário; os interesses dos contribuintes deveriam ser protegidos; os atuais acionistas deveriam suportar as consequências devidas da intervenção; o governo deveria promover uma mudança na gestão; os gestores não deveriam reter benefícios indevidos; os governos deveriam intervir sobre a remuneração; os interesses legítimos dos concorrentes deveriam ser protegidos, em particular na aplicação das regras relativas aos auxílios estatais; e os efeitos de contágio negativos deveriam ser evitados. Ao mesmo tempo, o Ecofin destacou a importância da coordenação de intervenção nacional, que deveria levar em conta os potenciais efeitos transfronteiriços de decisões nacionais (ECOFIN, 2008).

Na reunião de outubro em Paris, os chefes de Estado e de governo da zona euro divulgaram a chamada Declaração de Paris (declaração sobre um plano de ação europeia concertada dos países da zona euro – Paris, 12 de outubro de 2008), apoiando as conclusões do Ecofin. Eles concordaram que os governos poderiam conceder garantias estatais para facilitar o *funding* bancário de médio prazo, e recursos adicionais de capital para sustentar a economia, bem como recapitalizar bancos em dificuldades. Ao mesmo tempo, convidaram o BCE a aliviar os critérios de elegibilidade para os ativos que se qualificam como colateral.<sup>16</sup>

16. A reunião do Conselho Europeu de 15 e 16 de outubro de 2008 sancionou os princípios da Declaração de Paris.

Entre o final de 2008 e o início de 2009, a Comissão Europeia emitiu quatro comunicados relativos aos princípios de coordenação para a recuperação e reestruturação dos bancos da UE. Estes comunicados, embora não fossem juridicamente vinculantes, definiam pragmaticamente as regras para as principais formas de apoio público aos bancos: garantias sobre passivos bancários, recapitalização dos bancos sólidos, resgate de bancos em dificuldades e o tratamento de ativos depreciados. Sua lógica era assegurar que as medidas de emergência pudessem atingir os objetivos de estabilidade financeira e de manutenção dos fluxos de crédito, assegurando também a igualdade de condições entre os bancos localizados em diferentes Estados-membros, bem como entre os bancos recebedores ou não de apoio público. Uma corrida prejudicial aos subsídios bem como o “risco moral” deveriam ter sido evitados. Cada comunicado afirma que qualquer medida de auxílio estatal só pode ser justificada como resposta emergencial às condições de estresse extraordinário, e apenas enquanto estas circunstâncias excepcionais prevalecerem (box 1).

**BOX 1****Síntese dos princípios divulgados pela Comissão Europeia sobre auxílio estatal ao setor financeiro**

O Comunicado Bancário divulgado pela Comissão Europeia em 13 de outubro de 2008 (2008/C270/02) definiu as condições para os sistemas nacionais de garantia dos passivos dos bancos. Elas devem estar disponíveis a todos os bancos, sem discriminar as filiais de bancos estrangeiros; podem abranger passivos com prazo superior a três meses, e até cinco anos; e devem seguir uma fórmula comum de precificação. A dívida subordinada está explicitamente excluída dos passivos elegíveis. Para prazos de vencimento de até um ano a taxa é fixada em 50 pontos-base (0,5%); para prazos de vencimento entre um e cinco anos, a taxa tem como base o *spread* dos contratos de derivativos de crédito (*credit default swap* – CDS) do banco, mais 50 pontos-base (0,5%). Os sistemas têm um escopo temporal limitado, com a obrigação de obter nova aprovação da Comissão a cada seis meses, com base em documentos justificativos e no potencial de adaptação.

O Comunicado sobre Recapitalização de 5 de dezembro de 2008 (2009/C 10/03) forneceu o desenho para a recapitalização dos bancos pelos Estados membros. Os principais princípios limitando a distorção da concorrência por tais intervenções estruturais são: o preço que o beneficiário tem de pagar pelas injeções de capital, que tem de depender do perfil de risco do banco e da qualidade do instrumento utilizado; e o acompanhamento, que pode ir desde a estratégia de saída da dependência do capital do Estado até a reestruturação profunda ou liquidação dos bancos com problemas. Os pacotes de recapitalização estão previstos, em princípio, não primariamente para salvar bancos, mas como medida de precaução para sustentar o crédito para a economia real. A recapitalização dos bancos em dificuldades deve estar sujeita a requisitos mais rigorosos. Até a restituição do auxílio estatal, devem incluir: políticas restritivas sobre dividendos; limites para a remuneração dos executivos e distribuição de bônus; obrigação de restaurar e manter um nível elevado para o índice de solvência compatível com o objetivo de estabilidade financeira; um cronograma para a restituição da participação do Estado. Nos casos de recapitalização com ações preferenciais, as regras exigem a fixação do nível de preços, incluindo cláusulas de incremento (*step-up*), a fim de incentivar os bancos a restituir o capital do Estado quando as condições de mercado o permitirem.

(Continua)

(Continuação)

Em 25 de fevereiro de 2009, a Comissão divulgou a Comunicação sobre Ativos Depreciados (2009/C 72/01), fornecendo orientações sobre como os Estados-membros podem criar regimes de auxílios estatais para os ativos depreciados e as regras que devem ser respeitadas para a obtenção da aprovação de auxílios estatais. O desenho das medidas de substituição de ativos pode assumir a forma de esquemas de bancos ruins (*bad bank*), regimes de seguro para indenizar perdas de ativos, *swaps* de ativos ou híbridos destas modalidades. Independentemente da forma, as regras exigem total transparência e divulgação pelos bancos beneficiários, a divisão adequada dos encargos entre o Estado e o beneficiário, e a avaliação prudente dos ativos depreciados com base no seu valor econômico real. Finalmente, o comunicado exige que todas as instituições financeiras beneficiárias se submetam a um plano de reestruturação.

O Comunicado sobre Reestruturação de 19 de agosto de 2009 (2009/C 195/04) prevê que um governo disposto a conceder auxílio estatal a uma instituição financeira até o final de 2010 deve apresentar um plano de viabilidade (no caso do auxílio recebido por um banco com fundamentos sólidos) ou um plano de reestruturação (no caso de auxílio a uma instituição bancária com problemas). A distinção anterior é definida em função da dimensão relativa do auxílio recebido sob a forma de recapitalização ou substituição de ativos: um montante superior a 2% dos ativos do banco ponderados pelo risco é considerado o limiar entre bancos sólidos e bancos com problemas. O plano de viabilidade deverá demonstrar como o banco irá restaurar a sua viabilidade no longo prazo sem depender de apoio do Estado. O plano deverá incluir a comparação com alternativas, inclusive a dissolução ou absorção por outro banco, a fim de permitir à comissão avaliar se existem soluções mais orientadas para o mercado, menos onerosas ou menos distorcivas. Na eventualidade de o banco não poder ter a sua viabilidade restaurada, o plano de reestruturação deverá indicar como ele pode ser liquidado de forma ordenada. A reestruturação não deve durar mais de cinco anos. O princípio da divisão dos encargos deve ser seguido: os custos associados com a reestruturação deverão ser arcados não apenas pelo Estado, mas também pelos acionistas, e uma remuneração adequada deve ser paga pela intervenção estatal. Para limitar as distorções à concorrência e permitir a entrada ou a expansão dos concorrentes, os bancos beneficiários podem ser obrigados a alienar filiais ou sucursais, carteiras ou unidades de negócios, em especial quando o montante da ajuda for considerável, quando a contribuição e o ônus carregado pelo beneficiário for modesto, e o banco se beneficiar de uma grande participação no mercado. O auxílio estatal não deve ser utilizado para a aquisição de empresas concorrentes; esta cláusula se aplica por pelo menos três anos.

Devido às novas vulnerabilidades financeiras relacionadas com as tensões nos mercados de dívida soberana, um comunicado posterior, de 7 de dezembro de 2010 (2010/07), estendeu este sistema de apoio até 2011, mas introduziu a obrigação de se apresentar um plano de reestruturação também para os bancos sólidos que se beneficiarem das medidas de auxílio.

No período compreendido entre 1º de outubro de 2008 e 1º de outubro de 2010, a Comissão Europeia tomou mais de 200 decisões autorizando, alterando ou prolongando os regimes de apoio a 41 bancos nacionais e tratando da situação de mais de 40 instituições financeiras na base de decisões individuais



(EUROPEAN COMMISSION, 2010b)<sup>17</sup>. O volume máximo autorizado de medidas, incluindo os regimes gerais e intervenções *ad hoc*, equivale a € 4.588,90 bilhões, ou 39% do PIB da UE-27 para 2009 (tabela 8). O volume total aprovado para diferentes regimes (€ 3.478,96 bilhões) foi consideravelmente superior ao das instituições financeiras individuais (€ 1.109,94 bilhões). O montante maior aprovado para o regime de apoio pode ser explicado pelo fato de dois Estados-membros – Dinamarca e Irlanda – aprovarem garantias globais cobrindo toda a sua dívida bancária. Os Estados-membros se valeram principalmente de medidas de garantia cujo efeito estabilizador não pesaria muito sobre as finanças públicas, o que teria ocorrido com os instrumentos mais intervencionistas, tais como a recapitalização ou a eliminação dos ativos depreciados. Vale notar que quase 70% da ajuda aprovada referem-se a apenas cinco Estados-membros – Reino Unido, Irlanda, Dinamarca, Alemanha e França. Em 2009, o montante (valor nominal) do auxílio estatal efetivamente utilizado para o setor financeiro foi de € 1.106,54 bilhões, ou 9,3% do PIB da UE-27 em 2009, pouco mais da metade do máximo autorizado.

TABELA 8  
Auxílio estatal concedido ao setor financeiro: tipo de intervenções (2008-2009)

	Montantes aprovados 2008-2010 (em € bilhões)	Montantes aprovados em relação ao PIB da UE-27 2009 (em %)	Uso efetivo – valor nominal em 2009 (em € bilhões)	Total efetivo usado, em relação ao PIB da UE-27 – 2009 (em %)
Regimes	3.478,96	29,48	727,38	6,16
• De garantias	3.026,28	25,64	612,59	5,19
• De medidas de recapitalização	348,64	2,95	95,15	0,81
• De intervenção para substituição de ativos	62,17	0,53	1,4	0,01
• De medidas de liquidez outras que os regimes de garantia	41,87	0,35	18,23	0,15
Intervenções <i>ad hoc</i> em favor de instituições financeiras individuais	1.109,94	9,40	379,16	3,21
• De garantias	458,97	3,89	214,3	1,82
• Medidas de recapitalização	197,44	1,67	46,36	0,39
• De intervenção para substituição de ativos	339,63	2,88	108,38	0,92
• De medidas de liquidez outras que as garantias	113,9	0,97	11,11	0,09
<b>Total</b>	<b>4.588,90</b>	<b>38,88</b>	<b>1.106,54</b>	<b>9,38</b>

Fonte: Direção-Geral de Concorrência/CE. Disponível em: <[http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/studies\\_reports/expenditure.html](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/expenditure.html)>.

17. Nota dos editores: Em processos de reestruturação bancária pode-se separar os ativos bons para o “banco saneado” e os ativos de má qualidade são transferidos para outro banco, denominado “bad bank”. A hipótese é que uma instituição especializada em ativos ruins será mais eficiente na recuperação do valor máximo possível.

A tabela 9 mostra que os montantes envolvidos nos programas de apoio variam consideravelmente entre os Estado-membros. Estas diferenças refletem uma série de fatores, incluindo a dimensão relativa dos setores bancários (Bélgica, Holanda, Reino Unido, Irlanda, Luxemburgo), a exposição aos ativos depreciados originários nos Estados Unidos (Reino Unido, Alemanha), a exposição ao colapso do mercado imobiliário local (Reino Unido, Irlanda, Espanha, Dinamarca) e a exposição a economias emergentes na Europa Central e Oriental (Suécia, Finlândia, Áustria, Grécia, Bélgica, Holanda).

TABELA 9  
Auxílio estatal concedido ao setor financeiro em 2008 e 2009 (por Estados-membros)

País	Montantes aprovados 2008-2010 (em € bilhões)	Montantes aprovados em relação ao PIB nacional de 2009 (em %)	Uso efetivo 2009 (em € bilhões)	Montantes efetivamente usados, em relação ao PIB nacional de 2009 (em %)	Número de instituições financeiras
Alemanha	592,23	24,6	262,68	10,9	13
Áustria	91,70	33,1	30,94	11,2	8
Bélgica	328,59	97,4	120,43	35,7	6
Dinamarca	599,66	269,0	14,44	6,5	59
Espanha	334,27	31,8	60,31	5,7	2
Finlândia	54,00	31,6	0,00	Não utilizado	-
França	351,10	18,4	129,48	6,8	8
Grécia	78,00	32,8	25,12	10,6	9
Holanda	323,60	56,8	75,00	13,2	14
Irlanda	723,31	442,3	11,29	6,9	6
Itália	20,00	1,3	4,05	0,3	4
Luxemburgo	11,59	30,7	2,72	7,2	4
Portugal	20,45	12,2	0,65	0,4	7
Reino Unido	850,30	54,3	282,41	18,0	18
Suécia	161,56	55,2	79,39	27,1	n.d.

Fonte: Comissão Europeia, Direção-Geral de Concorrência. Para obter o número de bancos, ver R&S (2010).  
Obs.: n.d. = não disponível.

O peso diferente do apoio público nacional para os bancos mostra claramente a maior fragilidade de alguns setores bancários.

Isso estava relacionado às diferenças na supervisão nacional? Pode ser que os supervisores de alguns bancos tenham adotado uma abordagem mais “prudente” que outros (ver, por exemplo, a abordagem da Espanha para operações fora do balan-

ço, que foi a mais rigorosa, e também a sua exigência de provisão dinâmica, que forneceu aos bancos um colchão quando a crise eclodiu) (DE LAROSIÈRE, 2009, p. 42, nota 9).

## 7 A NOVA ARQUITETURA INSTITUCIONAL DE REGULAMENTAÇÃO E SUPERVISÃO DA UNIÃO EUROPEIA

No topo da nova arquitetura (quadro 4) está o Comitê Europeu de Risco Sistêmico (European Systemic Risk Board – ESRB), composto pelo presidente e pelo vice-presidente do BCE, os presidentes dos bancos centrais nacionais, os presidentes das novas três Autoridades Europeias de Supervisão para Bancos, Seguros e Valores Mobiliários, a Comissão Europeia, e, como membros sem direito a voto, um representante das autoridades de supervisão nacionais competentes por Estado-membro, mais o presidente do Comitê Econômico e Financeiro. As três novas entidades independentes, e sua comissão conjunta, atuam em combinação com os supervisores nacionais no que foi definido como Sistema Europeu de Supervisores Financeiros (European System of Financial Supervisors – ESFS).

Entre os deveres do ESRB estão a supervisão macroprudencial e a emissão de alertas e recomendações às autoridades competentes da União Europeia e nacionais. As decisões do conselho são tomadas com a maioria simples dos membros presentes com direito a voto; os votos não são ponderados. O conselho vai acompanhar o cumprimento das regulamentações com suas advertências e recomendações de medidas corretivas. Em caso de inércia, as partes envolvidas deverão fornecer justificativa adequada (mecanismo de ação ou explicação).

QUADRO 4  
Mudanças no Arcabouço Europeu de Supervisão

Novas autoridades de supervisão	Parlamento europeu e conselho: Regulamentos (UE) nºs 1.092, 1.093, 1.094, 1.095 Diretiva 2010/78/EU de 24 de novembro de 2010	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Arcabouço macroprudencial: criação do European Systemic Risk Board (ESRB), presidido nos cinco anos seguintes pelo presidente do BCE.</li> <li>• Arcabouço microprudencial da UE: adoção do European System of Financial Supervisors (ESFS). O atual Comitê de Nível III será substituído pelas novas European Supervisory Authorities (ESAs): European Banking Authority (EBA), European Insurance and Occupation Pension Authority (EIOPA), e European Security Authority (ESA).</li> </ul>
Colégios de supervisores	Diretiva 2009/111/EC de 16 de setembro de 2009 (CRD II)	A Diretiva de Requerimentos de Capital alterada requer a consolidação de supervisores para criar colégios de supervisores para cada instituição financeira transfronteiriça. Os colégios também incluem supervisores dos Estados-membros onde houver uma subsidiária, ou que abriguem filiais significativas de instituições financeiras.

Elaboração dos autores.

As duas novidades mais especificamente europeias da arquitetura microprudencial são as seguintes. Em primeiro lugar, há o poder atribuído às três novas

autoridades para solucionar as divergências entre os supervisores nacionais e propor um conjunto de procedimentos, a serem aprovados pela Comissão, visando criar um corredor mais estreito para a discricionariedade nacional. Consequentemente, mais legislação virá na forma de regulamentação, em vez de diretivas. Em segundo lugar vem a formalização dos colégios de supervisores, um para cada instituição financeira transfronteiriça, visando reforçar a cooperação no dia a dia da supervisão e em situações de emergência, o que também poderia ajudar a atenuar as diferenças nacionais nas práticas de supervisão.

### 8 RUMO A UM NOVO ARCABOUÇO REGULATÓRIO DA UNIÃO EUROPEIA

O Conselho de Estabilidade Financeira (Financial Stability Board – FSB), concebido pelo G20 como coordenador das novas propostas encabeçadas pelos órgãos de padronização internacional, e em si um agente pioneiro em determinados campos, resume da seguinte forma as áreas em que as reformas já foram implementadas ou estão sendo discutidas (FSB, 2010).

- 1) Construção de padrões de capital e de liquidez de alta qualidade e mitigação da próciclicidade.
- 2) Acompanhamento das instituições financeiras de importância sistêmica e resoluções transfronteiras.
- 3) Aperfeiçoamento dos mercados de derivativos de balcão.
- 4) Fortalecimento das normas de contabilidade.
- 5) Fortalecimento da aderência às normas internacionais de supervisão e regulamentação.
- 6) Reforma das práticas de remuneração dos executivos para apoiar a estabilidade financeira.
- 7) Desenvolvimento de arcabouço e de ferramentas macroprudenciais.
- 8) Expansão e refino do perímetro regulatório – *hedge funds*, agências de classificação de risco (*credit rating agencies* – CRA), colégios de supervisão, securitização.

Nas páginas seguintes, o enfoque recairá sobre as áreas em que a Europa deu passos significativos, seja aprovando nova legislação ou apresentando propostas. O quadro 5 mostra as principais iniciativas tomadas pela UE em matéria de regulamentação e supervisão do setor financeiro depois da crise, destacando os elementos que caracterizam o modelo europeu.

QUADRO 5  
Principais reformas e propostas de regulamentação e supervisão financeira pós- crise

	Conteúdo
Iniciativas tomadas	
Acordo ECFIN/CEFCPE(2008) 1ª de junho de 2008 (Memorando de Entendimento)	Extensão do Memorando de Entendimento de 2005. A fim de limitar o impacto econômico das crises financeiras sistêmicas transfronteiras, o acordo estabelece princípios, procedimentos e arranjos práticos comuns relativos à cooperação entre as autoridades responsáveis pela preservação da estabilidade financeira (autoridades de supervisão financeira, bancos centrais e ministérios das finanças).
Diretiva 2009/14/2009 11 de março de 2009 (Sistemas de Garantia de Depósitos)	Emenda à Diretiva 94/19/EC relativa aos sistemas de garantia de depósitos no que se refere ao nível de cobertura (elevado para € 50 mil e € 100 mil a partir de junho de 2010) e postergação do pagamento (reduzido para 20 dias úteis). Extinção da opção de cosseguero.
Diretiva 2009/111/EC 16 de setembro de 2009 (Diretiva dos Requisitos de Capital II)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Remoção de algumas opções e prerrogativas nacionais em matéria de regimes prudenciais para grandes riscos, exposições interbancárias, clientes interligados.</li> <li>• Harmonização dos critérios de elegibilidade dos instrumentos híbridos de capital e limites para a inclusão no nível I (Acordo de Basileia).</li> <li>• Retenção pelo cedente ou patrocinador de um “interesse econômico” não inferior a 5% do valor nominal das posições securitizadas.</li> </ul>
Regulamento (EC) nº 1060/2009 16 de setembro de 2009 (agências de classificação de risco)	Uma agência de classificação de risco se candidata no Comitê Europeu de Reguladores dos Valores Mobiliários para obter um registro na UE como condição para ser reconhecida como uma External Credit Assessment Institution (ECAI) em conformidade com o Capital Requirement Directive (CRD) 2006. Uma agência de classificação de risco estabelecida e registrada na UE poderá endossar uma classificação de crédito emitida em um terceiro país somente se atender a requisitos no mínimo tão rigorosos quanto os da UE. Regras para garantir independência e evitar conflitos de interesse. Requisitos de divulgação e supervisão do CESR (hoje European Securities and Markets Authority – ESMA).
Diretiva 2010/43/EU 1ª de julho de 2010 (Investimento coletivo em valores mobiliários transferíveis - UCITS)	Regras para a condução das empresas de gestão de UCITS, alinhadas com as exigências organizacionais e as normas de conduta da diretiva MIFID. Estas regras também abrangem a prevenção, gestão e divulgação dos conflitos de interesse. A diretiva obriga os gestores de UCITS a utilizar procedimentos e técnicas eficazes e consistentes para gerir adequadamente os diferentes tipos de risco a serem enfrentados.
Diretiva 2010/76/EU 24 de novembro de 2010 (Diretiva dos Requisitos de Capital III)	<p>Ligada aos princípios do FSB e do Processo de Basileia.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Princípios gerais aplicáveis à política de remuneração no setor de serviços financeiros. As políticas remuneratórias devem ter como objetivo o alinhamento dos interesses pessoais dos funcionários com as metas de longo prazo das instituições financeiras. A avaliação dos componentes da remuneração baseados em desempenho deve considerar a performance de longo prazo e levar em conta os riscos pendentes, tornando essas políticas consistentes com uma efetiva gestão de riscos.</li> <li>• Emendas ao CRD com respeito aos requerimentos de capital para a carteira de negociação (<i>trading book</i>) e para as re-securitizações. Para a carteira de negociação, ele acrescenta uma margem de capital adicional baseada no cenário <i>value at risk</i> (VaR) de <i>stress</i> ao VaR normal. Espera-se que a mudança aproximadamente dobre a atual exigência de capital fora a carteira de negociação. Encargos de capital mais elevados são necessários para a re-securitização de posições de modo a refletir adequadamente o risco de perdas por desvalorização.</li> </ul>

(Continua)

(Continuação)

	Conteúdo
Iniciativas propostas	
Proposta de diretiva da Comissão Europeia COM (2009) 207 30 de abril de 2009 (fundos de investimento alternativos [ <i>alternative investment fund managers</i> – AIFM])	Requisitos harmonizados para as entidades envolvidas na gestão e administração dos fundos de investimento alternativos (todos os fundos que não são regulamentados no âmbito do UCITS: <i>hedge funds</i> , <i>private equity</i> , fundos imobiliários, fundos de <i>commodities</i> , fundos de infraestrutura e outros tipos de fundos institucionais). A proposta introduz uma autorização legalmente vinculativa e um regime de supervisão para todos os AIFM que operem na UE. A regulamentação prudencial inclui a divulgação sobre a estratégia e os objetivos do investimento, bem como a possibilidade de impor limites à alavancagem para fins de estabilidade sistêmica. É dado um passaporte europeu ao AIFM autorizado em um Estado-membro. Os AIFM estão autorizados a comercializar <i>alternative investment funds</i> (AIF) situados em terceiros países, desde que o arcabouço regulamentar e os mecanismos de supervisão sejam equivalentes aos da diretiva proposta, e somente se o seu país de domicílio celebrou um acordo baseado na Convenção Fiscal da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) com o Estado-membro em cujo território o AIF será comercializado.
Proposta de diretiva da Comissão Europeia COM (2010) 368 12 de julho de 2010 (sistemas de garantia de depósitos)	Esta é a primeira medida que introduz uma harmonização máxima. Os sistemas de garantia de depósitos para todos os países da UE devem cobrir um determinado montante, devem ser financiados <i>ex-ante</i> , com contribuições determinadas em função de cada perfil de risco do banco. O índice de cobertura dos sistemas deve ser no mínimo 1,5% dos depósitos elegíveis. Estão excluídos depósitos realizados pelas administrações públicas e instituições financeiras de qualquer tipo.
Regulamentação proposta pela Comissão Europeia COM (2010) 482 15 de setembro de 2010 (venda a descoberto e CDS)	A tentativa é de harmonizar as decisões nacionais sobre vendas a descoberto ( <i>short selling</i> ) e <i>credit default swaps</i> (CDS), dando aos reguladores mais e harmônicos poderes para limitar os riscos relacionados, caso as operações possam afetar todo o sistema financeiro. A Esma tem a tarefa de coordenar estes poderes emergenciais.
Regulamentação proposta pela Comissão Europeia COM (2010) 484 15 de setembro de 2010 ( <i>over the counter</i> – derivativos de balcão)	Trata dos derivativos de balcão, das contrapartes centrais e dos <i>trade repositories</i> . Aumenta a transparência do mercado de derivativos de balcão para os reguladores, os participantes do mercado e o público. Reduz o risco de crédito da contraparte e os riscos operacionais associados com estes derivativos. Os objetivos operacionais são: obter informações completas e detalhadas sobre as posições em derivativos de balcão; aumentar a padronização dos contratos e processos de derivativos de balcão; aumentar a utilização da compensação em CCP; <sup>1</sup> melhorar as práticas de compensação bilateral; e sujeitar as compensações em CCP e os <i>trade repositories</i> à regulamentação prudencial rigorosa.
Próximas iniciativas	
Da Comissão Europeia – proposta de diretiva de fevereiro de 2010 (Diretiva dos Requerimentos de Capital IV)	Segue o processo da Basileia (Basileia III) para possíveis mudanças no arcabouço de Basileia II. As inovações dizem respeito a padrões de liquidez, definição de capital, índice de alavancagem, risco de crédito da contraparte, medidas anticíclicas, e instituições financeiras sistemicamente importantes. O objetivo específico da UE é produzir um conjunto único de regras no setor bancário, eliminando a proliferação das opções e discricionariedade nacionais.
Da Comissão Europeia – Comunicação COM(2010) 254 26 de maio de 2010 (fundos de resolução de crise)	Refere-se ao estabelecimento de uma rede de fundos <i>ex-ante</i> de resolução nacional, financiados por uma taxa sobre os bancos. Tal fundo deve facilitar a resolução dos bancos em situação de falência de forma a evitar o contágio, e permitir que os bancos sejam liquidados de maneira ordenada e dentro de um cronograma que impeça a “queima” ( <i>fire sale</i> ) de ativos. Deve ainda minimizar uma futura dependência de fundos do contribuinte para resgatar os bancos. No momento, a única regra clara refere-se à natureza <i>ex-ante</i> dos fundos, sua separação dos sistemas de garantia de depósito, e sua utilização apenas para o saneamento dos bancos, independentemente do seu tamanho e de sua interconectividade.

(Continua)

(Continuação)

	Conteúdo
Da Comissão Europeia – Comunicação 20 de outubro de 2010 (gestão e resolução de crise)	<p>Aplica-se a todos os bancos comerciais e bancos de investimento sistêmicos. Permite-lhe entrar em falência sem gerar custos para os contribuintes ou perturbação aos mercados. O objetivo não é a harmonização total; cada país deve ter procedimentos para a gestão e resolução de crises baseados em princípios comuns.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Prevenção: estas instituições devem preparar planos de recuperação, sobre como a empresa enfrentaria cenários de estresse, com problemas de liquidez e solvência, que deverão ser aprovados pela autoridade de supervisão. Os planos de resolução, sobre como permitir a transferência ou encerramento das atividades da instituição de forma ordenada em caso de falência, são elaborados pelas autoridades de resolução e pelos supervisores, em estreita cooperação com a instituição.</li> <li>• Gestão: implementação de planos de recuperação, com um regime padrão de recuperação judicial.</li> <li>• Resolução: implementação dos planos de resolução, com regimes de liquidação nacional que devem ser baseados, possivelmente, em legislação bancária de resolução <i>ad hoc</i>. Colégios de resolução devem cuidar das instituições transfronteiriças mediante acordos de partilha de encargos.</li> </ul>
Da Comissão Europeia – Consulta Pública sobre a Revisão da Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros – 8 de dezembro de 2010	<p>Estende a todo tipo de sistema de negociação organizada o tratamento jurídico dos serviços de investimento, ou seja, a observância do passaporte único. Alinha os requisitos organizacionais para os sistemas de negociação multilateral relevantes com os aplicáveis aos mercados organizados. Estende o MiFiD no que diz respeito à organização, transparência e supervisão dos segmentos de mercado anteriormente negligenciados, especialmente para os instrumentos negociados no mercado de balcão. Propõe aumentar a convergência em termos de sanções. Propõe minimizar, se for o caso, as prerrogativas disponíveis aos Estados-membros por meio de diretivas relativas aos serviços financeiros da UE, estabelecendo assim um conjunto de regras único para os mercados financeiros do bloco.</p>

Elaboração dos autores.

Nota: <sup>1</sup> Nota dos editores: as *central counterparty clearing houses/CCPs* são organizações existentes em vários países da Europa e frequentemente operadas pelos principais bancos que ajudam a facilitar, por meio da compensação centralizada das transações, a negociação nos mercados europeus de derivativos e ações.

A partir da leitura do quadro 5, verifica-se claramente que a legislação da UE segue os princípios gerais estabelecidos pelo G20, pelo FSB e pelos organismos internacionais de padronização de normas, de cujas decisões muitos países europeus participam. No entanto, a transposição destes princípios para um arcabouço legislativo europeu conduz necessariamente à incorporação de características específicas ao contexto de unidade na diversidade da UE. As iniciativas do bloco confirmam a tendência à harmonização e cooperação crescentes, criando arranjos institucionais que devem ser capazes de pressionar os representantes nacionais a adotarem uma perspectiva ampla da UE. A cooperação torna-se cada vez mais obrigatória e o limiar da harmonização mínima é elevado. As novas iniciativas têm o potencial de permitir ações mais intervencionistas por parte das autoridades de supervisão do bloco, incluindo os diversos colégios de supervisores. Não há base suficiente, no momento, para entrar na discussão sobre as características específicas de muitas iniciativas no contexto atual de ausência de uma legislação de implementação. O mesmo se verifica nos Estados Unidos, onde as autoridades de supervisão ainda discutem como transformar muitas partes da Lei Dodd-Frank em regras específicas.

## 9 O NOVO DESIGN GLOBAL

A recente crise trouxe pressões severas à construção europeia. A propagação de crises no mercado único provou quão despreparado o arranjo institucional europeu como um todo estava para gerir situações de crise sistêmica. Neste contexto, a UE não estava sozinha; o que é peculiar à sua construção, no entanto, são os potenciais efeitos negativos das respostas de política nacional *ad hoc* sobre o mercado financeiro único.

Os resgates a bancos foram em grande parte nacionais, com algumas soluções transfronteiriças improvisadas, apelando para intervenções *ex-post* da Comissão Europeia com o objetivo de conter as ameaças trazidas pelos auxílios estatais nacionais ao mercado financeiro único. O mesmo se aplica para as políticas fiscais de contenção da crise, cuja inclinação nacional muitas vezes teve de ser admitida como exceção temporária. Quando a desalavancagem privada gerou um nível insustentável de alavancagem pública na zona euro, foram criados às pressas dois fundos com o objetivo de limitar a propagação do pânico em um conjunto mais vasto de países da União Econômica e Monetária. O Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (*European Financial Stabilisation Mechanism – EFSM*), um fundo de € 60 bilhões para o qual contribuem todos os países da UE, e o Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (*European Financial Stability Facility – EFSF*), um veículo de propósito especial de propriedade dos países da área do euro, com recursos de até € 440 bilhões e que terminaria em 2013, ambos criados em maio de 2010 para ajudar os países membros em dificuldade (o EFSF para os países da zona euro), sujeitos a condições estritas. O FMI participa do arranjo de financiamento e fornece uma linha extra no valor de metade da contribuição da UE.

Mesmo o BCE, considerado a única autoridade europeia verdadeira e elogiado por suas oportunas intervenções, mostrou os limites de uma construção na qual os bancos centrais nacionais foram autorizados a conceder auxílio emergencial de liquidez ao setor financeiro, seguindo regras amplamente diversas sobre garantias e margens iniciais de segurança (para desconto de ativos). Além disso, as decisões do BCE de intervir no mercado secundário de dívida soberana não foram unânimes, sendo vistas como mal justificadas pela necessidade de garantir a transmissão ordenada da política monetária.

A liberdade concedida às autoridades de supervisão nacionais é considerada, também no âmbito da UE, como uma das principais causas que levaram alguns países a desenvolver endogenamente sistemas financeiros frágeis. As seções anteriores mostraram como as alterações introduzidas na arquitetura institucional de regulamentação e de supervisão estão levando a uma maior centralização, com o objetivo de diminuir as prerrogativas nacionais. Acoplado ao processo em curso de elaboração de regras mais estritas, espera-se a criação de um sistema financeiro mais resiliente. Muita atenção também está sendo dedicada a ações preventivas



por parte das novas autoridades da UE, tanto no nível micro como no macro, e ao funcionamento dos colégios de supervisores para homogeneizar as práticas de supervisão e facilitar a gestão de crises transfronteiras da UE.

No início da década de 1990, o projeto europeu como um todo se aprofundou com a adoção do Tratado de Maastricht, mediante o qual os Estados-membros resolveram, *inter alia*, “alcançar o fortalecimento e a convergência das suas economias e instituir uma união econômica e monetária, incluindo (...) uma moeda única e estável” (EU – EUROPEAN UNION, 1992, p. 1). Apesar de dois casos de não participação (Reino Unido e Dinamarca) e de derrogações para os países em vias de adotar a moeda comum (atualmente oito países), é importante notar que o tratado está enquadrado em termos de uma união monetária (a zona euro) que deve incluir todos os países pertencentes à União. Todos os países da UE estão representados no Sistema Europeu de Bancos Centrais<sup>18</sup> e a disciplina fiscal imposta aos países que adotam o euro é estendida, ainda que de forma mais branda, aos países da União Europeia que não o adotam. Juntamente com o mercado único e a moeda única, a arquitetura europeia está, de fato, crucialmente fundamentada em um terceiro suporte – o pilar fiscal, consagrado pela primeira vez no Pacto de Estabilidade e Crescimento, proposto pelo Tratado de Maastricht (COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, 1997; 2005).

De acordo com os critérios estabelecidos para a adoção do euro, cada Estado-membro deve ter uma relação dívida pública/PIB inferior a 60% e perseguir o objetivo de um orçamento equilibrado ou superavitário. Déficits de até 3% do PIB são permitidos para flutuações cíclicas normais (1% para países adotantes do euro). Déficits públicos maiores são permitidos em casos excepcionais, mas necessitam de ajustes anuais não inferiores a 0,5% do PIB, e por um prazo acordado. Os países que não seguem as determinações sofrem sanções e podem ser multados e, em última instância, podem ser submetidos à Corte de Justiça da União Europeia. Apesar de inúmeras violações e garantias insuficientes de cumprimento das determinações, o que levou à revisão de 2005, o Conselho da União Europeia afirmou:

o Pacto de Estabilidade e Crescimento comprovou sua utilidade na consolidação da disciplina fiscal, contribuindo para um elevado grau de estabilidade macroeconômica, com inflação baixa e taxa de juros baixas, que são necessárias para induzir o crescimento sustentável e a criação do emprego (COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, 2005, p. 1).

Em outras palavras, a disciplina fiscal foi considerada uma condição necessária para impedir que desequilíbrios fiscais criassem dificuldades para o BCE no cumprimento de metas de inflação, e certamente para evitar o deslocamento dos investimentos privados.

---

18. Obviamente, os países que não adotam o euro não têm direito a voto na política monetária do BCE.

O Pacto de Estabilidade e Crescimento foi cada vez mais visto como, no máximo, uma condição necessária, mas não suficiente, para se alcançar maior crescimento e mais emprego. Em 2000, a Estratégia de Lisboa adicionou uma perspectiva mais ampla. A Declaração de Lisboa começa reconhecendo que a Europa tinha ficado para trás em relação aos Estados Unidos e aos países emergentes mais dinâmicos e admite, implicitamente, os limites das políticas da UE de promoção da competitividade e do crescimento. As reformas estruturais necessárias tiveram de ser pensadas e promovidas em nível nacional. Algumas iniciativas emblemáticas da UE, a coordenação dos planos nacionais e sua apreciação pela comissão, deveriam ter servido como incentivos suficientes para a sua implementação. Colocando-se de lado os enunciados grandiloquentes sobre a sociedade do conhecimento, os procedimentos irregulares e a ausência de resultados significativos, a estratégia representa uma mudança em relação aos parâmetros fiscais puramente quantitativos do Pacto de Estabilidade e Crescimento, na direção de reformas estruturais que exigem alterações na legislação nacional e modificações na estrutura dos orçamentos públicos nacionais. Embora com diferenças significativas, os países da UE alcançaram havia tempo o que Minsky (1982) denominou de *grande governo* (*big government*), ou seja, a despesa pública representando uma grande parcela do PIB. Como este autor sugeriu, e a Estratégia de Lisboa reconhece, o crescimento de longo prazo requer uma reorientação dos orçamentos públicos no sentido de promover políticas capazes de aperfeiçoar a eficiência do sistema.

A crise representou a circunstância excepcional que forçou a maioria dos países da UE a gerar déficits fiscais muito além do limite de 3%. Em alguns países, a dívida pública disparou, causando crises de dívida soberana. O perigo de contágio para outros países da UE e de uma segunda onda mais prejudicial da crise financeira levou às intervenções fiscais e monetárias “heterodoxas” discutidas anteriormente. O contágio foi, por enquanto, interrompido, mas os problemas subjacentes permanecem, constituindo uma ameaça grave para a construção do euro e para todo o projeto da UE. A gravidade destes problemas, agregada às dificuldades que já haviam desencadeado a Estratégia de Lisboa, juntamente com a profunda recessão e a lenta recuperação, convenceram as autoridades da UE de que poderia resultar em uma “década perdida” no estilo japonês. Foi alcançado um consenso sobre a necessidade de uma reforma institucional forte. As seções anteriores discutiram a nova arquitetura institucional de regulamentação e supervisão financeira. Uma compreensão plena acerca da eficácia futura de tal regulamentação e supervisão exige a reflexão sobre a reforma da arquitetura como um todo.

Mesmo pressionado pelos maus resultados do passado e por sugestões do tipo “deixe a estratégia [de Lisboa] ter uma morte tranquila” (WYPLOSZ, 2010), o Conselho Europeu apresentou a proposta de um novo plano denominado Estratégia Europa 2020, que deve ser combinado com um Pacto de Estabilidade e

Crescimento reformulado e com um novo plano para a prevenção e correção dos desequilíbrios macroeconômicos (EUROPEAN COUNCIL, 2010). A necessidade de uma governança fortalecida será obtida pelo “Semestre Europeu”.

O “Semestre Europeu” é uma janela de tempo durante o primeiro semestre de cada ano em que os Estados-membros que seguem o Pacto de Estabilidade e Crescimento e a Estratégia Europa 2020 alinham-se e recebem orientações e recomendações sobre políticas antes da finalização dos orçamentos nacionais. Isto irá reforçar a dimensão *ex-ante* da coordenação das políticas econômicas e de vigilância na UE, tornando possível combinar os benefícios de uma agenda comum em âmbito da UE e de ação personalizada em âmbito nacional. Desta forma, a UE pode tirar lições oportunas dos acontecimentos nacionais e os Estados-membros podem incorporar a perspectiva e orientações europeias nas suas políticas nacionais para o ano seguinte (EUROPEAN COMMISSION, 2011, p. 2-3).

A Estratégia Europa 2020 retoma os objetivos de Lisboa, com um conjunto reduzido de parâmetros verificáveis e o apelo a uma maior “participação política” dos planos nacionais de reforma, ou seja, “o envolvimento dos atores políticos (parlamentos nacionais, e autoridades regionais e locais), bem como de parceiros sociais e outros interessados nos preparativos” (EUROPEAN COMMISSION, 2011, p. 11). Apesar de fazer concessões em razão das dificuldades em curso geradas pela crise, no mesmo relatório a comissão lamenta a pouca atenção que os programas da maioria dos países continuam a dedicar às reformas estruturais.

A reformulação do Pacto de Estabilidade e Crescimento acrescenta o princípio da “elaboração de políticas fiscais prudentes” ao objetivo de médio prazo de um orçamento equilibrado ou superavitário e o ajuste anual não inferior a 0,5% do PIB. Segundo este princípio, o crescimento anual da despesa pública não deve exceder uma avaliação prudente da taxa de médio prazo de crescimento do PIB. A lógica subjacente a este princípio é garantir que eventuais receitas extraordinárias não sejam gastas, mas sim direcionadas para a redução da dívida. A garantia de cumprimento por parte dos países da zona euro assumiria a forma de um depósito remunerado, correspondente a 0,2% do PIB. Além disso, estes mesmos países estariam sujeitos a sanções financeiras em caso de déficit excessivo, inicialmente com um depósito não remunerado no valor de 0,2% do PIB, que seria transformado em uma multa caso o déficit não fosse corrigido dentro do cronograma estabelecido. O novo Pacto de Estabilidade e Crescimento também volta a concentrar-se na dívida pública. Os países membros cuja dívida seja superior a 60% do PIB devem apresentar evidências de tê-la reduzido nos últimos três anos a uma taxa anual não inferior a 5% da diferença entre a dívida média dos últimos três anos e o teto de 60%. Caso isto não ocorra, o país seria submetido ao procedimento de endividamento excessivo, a menos que alguns fatores relevantes específicos impedissem a redução da dívida.

Por fim, “os Estados-membros devem evitar desequilíbrios macroeconômicos insustentáveis, resultantes notadamente da evolução da conta-corrente, mercados de ativos e balanços das famílias e das empresas” (COUNCIL OF EUROPEAN UNION, 2010, p. 3). Com base em um mecanismo de alerta, constituído por um painel de avaliação ainda a ser definido, apoiado por análise crítica, a comissão decidirá se os desequilíbrios são suficientemente graves para iniciar um “procedimento relativo aos desequilíbrios excessivos” (*excessive imbalances procedure* – EIP). Para a zona euro, o mecanismo prevê a aplicação de uma penalidade de 0,1% do PIB se o país persistir em não adotar medidas corretivas. É interessante notar que a comissão levará em consideração as advertências e as recomendações iniciais provenientes do Comitê Europeu de Risco Sistêmico, aumentando assim os instrumentos de política deste comitê.

Mais recentemente, em 11 de março de 2011, os chefes de Estado e de governo da zona euro decidiram lançar o “Pacto para o Euro”,<sup>19</sup> aberto à participação voluntária dos Estados não membros. O pacto “estabelece uma maior coordenação das políticas econômicas para a competitividade e a convergência” (COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, 2011) no âmbito do arcabouço reformado discutido anteriormente. Também foi alcançado um acordo sobre a criação de um permanente *European Stability Mechanism* – ESM (Mecanismo Europeu de Estabilidade) para lidar com os problemas de dívida soberana.

As metas do pacto proposto são: promover a competitividade e o emprego, contribuir para a sustentabilidade das finanças públicas e reforçar a estabilidade financeira. Uma vez que estas áreas são de competência nacional, os novos compromissos serão incluídos nos Programas Nacionais de Reforma e Estabilidade a serem avaliados durante o Semestre Europeu. As medidas importantes descritas no documento referem-se a: regime de fixação dos salários, de modo a tornar os custos unitários de trabalho compatíveis com a competitividade; maior abertura dos setores protegidos (serviços profissionais e varejo); reformas do mercado de trabalho para garantir a “*flexicurity*” (flexibilidade e segurança); sustentabilidade das pensões, assistência à saúde e benefícios sociais; transformação das regras fiscais contidas no novo Pacto de Estabilidade e Crescimento em uma legislação nacional obrigatória (mudança constitucional ou em arcabouço legal); e introdução de legislação nacional específica para os procedimentos de resolução de crise bancária. O documento também pede a discussão sobre a coordenação da política tributária, em especial sobre uma base tributária corporativa comum, para a qual se espera uma proposta legislativa da comissão.

19. O pacto segue as linhas de um documento elaborado pelo presidente da comissão e o presidente do Conselho Europeu, promovendo uma solução de compromisso entre as regras mais duras e automáticas propostas pelos governos alemão e francês, e fortes objeções registradas pela maioria dos governos da zona do euro.

A disciplina mais rigorosa para os países da zona euro foi o que alguns deles exigiram para permitir a transformação do European Financial Stability Facility (EFSF) em uma instituição permanente: o *European Stability Mechanism* – ESM (Mecanismo Europeu de Estabilidade). A partir de 2013, o fundo terá uma capacidade de empréstimo efetiva de € 500 bilhões, intervindo a pedido de um país-membro e quando os ministros do Eurogrupo decidirem por unanimidade sobre o caráter indispensável do fundo para a salvaguarda da estabilidade da zona euro como um todo. O regime mantém as condições estritas e a precificação (custo de captação mais uma margem adequada de risco) do European System of Financial Supervisors (ESFS), com os seus empréstimos de pagamento menos prioritário (*loans junior*) realizados junto ao FMI. A inovação mais importante é o aperfeiçoamento do conceito de sustentabilidade da dívida, diferenciando os países-membros solventes e insolventes. Os últimos terão de reestruturar sua dívida com os credores privados; se o resultado conduzir à sustentabilidade da dívida, o ESM irá prestar assistência de liquidez. Este regime de reestruturação da dívida requer que todos os países da zona euro emitam títulos com cláusulas de ação coletiva<sup>20</sup> até 2013. Observe-se que esta é a primeira tentativa de formalizar os procedimentos acordados para a reestruturação da dívida soberana.

O novo desenho geral não está reformulando os fundamentos da União Europeia. Quase todos os novos documentos da UE ressaltam que a nova arquitetura institucional e de governança não surge em detrimento da soberania nacional conforme expressa nos tratados. Em outras palavras, o objetivo da reforma não é uma homogeneização máxima, mas uma tentativa de elevar o piso mínimo de homogeneização fixado no passado. Isto significa uma indicação mais precisa dos objetivos da União, sua tradução em regras mais estritas, e tornar o arcabouço institucional melhor adaptado para controlar, de forma mais rigorosa, se cada país está efetivamente perseguindo tais objetivos. A escolha das políticas específicas que sejam consistentes com as condições sociais, jurídicas e políticas é deixada a cargo de cada país. A construção europeia permanece ancorada na abordagem *bottom-up*, como na abordagem do Acordo de Basileia sobre regulamentação bancária. Depois de afirmar alguns princípios gerais e algumas poucas regras, cabe a cada jurisdição convertê-las em práticas efetivas. O que difere do Acordo de Basileia – e a experiência mostra ser isto um ponto crucial –, é a necessidade de mecanismos de *enforcement*; o esforço atual é para torná-los mais rigorosos que no passado, especialmente para os países da zona euro. Embora os órgãos técnicos, como as agências de supervisão da UE, tenham ganhado em escopo, o poder efetivo de *enforcement* continuará a permanecer nas instituições mais politicamente orientadas, como a comissão e o conselho. De um ponto de vista “constitucional”, esta é uma solução sólida. O problema recai

20. Nota dos editores: Cláusulas em contratos de emissão de bônus que permitem a um país a repactuação do prazo de vencimento, taxa de juros, etc, mediante o consentimento de no mínimo 85% dos detentores dos títulos.

sobre os vários critérios de julgamento que continuam a ser relevantes para uma decisão final. Se o passado serve como guia, os interesses específicos de cada país vão continuar a limitar a eficácia *top-down* da nova arquitetura.

As discussões sobre a construção institucional europeia devem estar livres do debate duradouro e recentemente renovado sobre a área do euro não ser uma zona monetária ótima (*optimal currency area* – OCA). O que de fato Mundell (MUNDELL, 1961) expôs em seu trabalho seminal foi que nenhuma nação real corresponde a uma zona monetária ótima, e que para o câmbio flexível atuar com eficácia e eficiência, é necessária uma série de condições restritivas que estão muito longe de existirem no mundo real. Por mais impraticável que seja reorganizar as fronteiras políticas em regiões zona monetária ótima, Mundell também defendeu os ganhos de eficiência resultantes de uma moeda comum. O ponto de partida para a Europa é a criação de uma área com um verdadeiro mercado único de bens e serviços. Como mostra a longa história de relações econômicas internacionais, tal construção é incoerente com as políticas de desvalorização competitiva no comércio internacional permitidas por taxas de câmbio flexíveis (administrados). Portanto, a construção crucial para a Europa não é apenas o euro, mas o mercado único. Se este último continuar a ser uma meta irrevogável, a anomalia não estará na união monetária, mas no Reino Unido e na Dinamarca (com o eventual acréscimo da Suécia), que tiveram autorização para não adotarem o euro enquanto se beneficiam do livre acesso ao mercado europeu.

O ponto crucial é o tipo de arquitetura constitucional e institucional necessária para abrir caminho para um mercado comum e uma moeda comum, gerando um ganho líquido para todos, mantendo margens justas de soberania nacional – e não somente soberania fiscal – dentro da zona euro. A proposta de arranjos que implicam passar de uma União para uma Federação é, e continuará sendo por muitas décadas, um exercício perigoso. Conforme a análise anterior procurou mostrar, isto não dispensa a necessidade de convergir para um conjunto comum de valores, de princípios e regras, necessárias para reforçar os ganhos líquidos decorrentes da União. Isto significa crucialmente o reforço dos mecanismos de *enforcement*. Bem antes da crise, deu-se início a um processo ambicioso e difícil com a Estratégia de Lisboa, destinado a ampliar a convergência sobre um conjunto mais amplo de objetivos. Os maus resultados alcançados antes de 2007 devem ser atribuídos sobretudo à ausência de um modelo institucional capaz de conduzir as autoridades nacionais ao alcance dos objetivos acordados. Na esfera financeira, a crise revelou tanto as graves deficiências da abordagem regulatória como de que forma estas foram amplificadas pelas prerrogativas nacionais. Acertadamente, a resposta institucional da UE para ambos pontos tem sido a de começar a fortalecer os mecanismos de *enforcement* e os conjuntos de regras comuns. O debate permanece aberto sobre se os passos já dados serão suficientes para evitar uma repetição do passado.

## 10 OBSERVAÇÕES FINAIS

Durante séculos a Europa travou guerras com o objetivo de afirmar o domínio de uma parte sobre o todo, e certamente não a favor da unificação em torno de valores comuns. O sentimento de pertencer a uma comunidade europeia ampla foi atenuado, sobretudo com a ascensão do nacionalismo do século XIX. Após a Segunda Guerra Mundial, o processo inverso foi laboriosamente colocado em movimento, visando a um acordo sobre valores fundamentais comuns e à identificação de objetivos unificadores, criando um arranjo institucional que facilitaria o avanço do processo. É este desenho complexo que deve ser considerado quando se analisa o arcabouço geral e partes específicas da arquitetura, como a parte relativa ao setor financeiro. Os modelos teóricos e abstratos, conhecido por seu desprezo por construções institucionais, são de ajuda muito limitada e podem distorcer a discussão sobre como melhorar o desenho geral. Dada a relevância de elementos históricos, sociais e culturais, não existe um desenho único para as arquiteturas constitucionais e institucionais, ainda que baseadas em um conjunto semelhante de valores. O que é necessário, em qualquer caso, é um grau suficiente de coerência em suas partes constituintes.

O desenho da UE deriva suas peculiaridades fortes da coabitação da soberania do Estado-membro com o objetivo de um mercado único. O fortalecimento da harmonização e da convergência exige necessariamente um processo político complexo, com os Estados-membros dispostos a transferir algumas partes da sua soberania para decisões colegiadas, tomadas cada vez mais sem poder de veto. A sabedoria do processo de decisão da UE encontra-se na busca da unanimidade ou da grande convergência, sempre que possível. As soluções de compromisso são, então, uma característica necessária da construção deste bloco econômico. Em tempos normais, é mais fácil para cada Estado-membro estar satisfeito com o balanço de seus próprios benefícios, embora a distribuição no interior da União possa não ser uniforme. Análogo ao processo de Minsky, é em tempos normais que a fragilidade da construção pode aumentar. Sem serem impulsionados por ameaças aparentes, os mecanismos de *enforcement* podem ficar significativamente aquém do avanço desejável no sentido da harmonização, deixando espaço para a acumulação de vários tipos de desequilíbrios. Quando a União ou parte dela é atingida por um choque, aquelas fragilidades podem mudar radicalmente a percepção de equilíbrios nacionais entre custos e benefícios, e de sua distribuição no interior da UE. A elevação do interesse nacional pode produzir sérios danos ao conjunto da UE. A recente crise representou tal choque, revelando as fragilidades acumuladas.

A construção da UE como um todo repousa, então, na manutenção dos desequilíbrios econômicos, monetários e financeiros dentro de limites sociais e políticos aceitáveis, e na preparação de procedimentos de resolução suave quando eles ocorrerem. Os três pilares institucionais – o amplo pilar fiscal sob a égide do Semestre Europeu, o BCE e as autoridades financeiras de regulamentação e de

supervisão – representam o resultado de concessões entre os “egoísmos” nacionais. Como a crise recente demonstrou, a eficácia do *enforcement*, do qual deriva sua credibilidade, repousa em sérios choques que não perturbam gravemente este equilíbrio frágil. Ela também deixou claro que o aumento das interconexões entre os países-membros provocou outras fraquezas individuais por toda a zona euro. A supervisão leve em alguns países gerou, direta ou indiretamente, externalidades negativas além das fronteiras, enquanto os desequilíbrios econômicos negativos e positivos contribuíram para o enfraquecimento da construção do bloco. O presente trabalho argumentou repetidamente a favor das tentativas de aumentar a convergência, principalmente por meio da homogeneização dos procedimentos e do fortalecimento dos mecanismos de *enforcement*.

A construção da regulação e de supervisão financeira na UE requer medidas particularmente fortes para impedir que o setor financeiro gere tais externalidades negativas sérias que perturbem os equilíbrios delicados sobre os quais se apoiam as construções monetária e fiscal da Europa. Apesar de as reformas na arquitetura institucional estarem indo na direção certa, dúvidas podem ser levantadas, em linha com a abordagem internacional para a re-regulamentação financeira, sobre se os sistemas financeiros europeus ganharão a resiliência extraexigida pela peculiar construção europeia.

De fato, a agenda internacional sobre as reformas financeiras não implica mudanças radicais da arquitetura anterior. Ela segue expressamente a mesma abordagem prudencial, procurando reforçar os seus mecanismos. O ponto é que os aumentos nas exigências de capital são considerados insuficientes e continuam a ser baseados em metodologias desacreditadas; as instituições financeiras continuarão a ser grandes demais para falir e para serem sanadas; uma vez que o setor não bancário continuará a ser regulamentado com uma abordagem suave, deixando a questão da conexão e do contágio intocados, o foco sobre os bancos dará lugar a novas formas de arbitragem regulatória; a ampla discricionariedade atribuída aos supervisores, com o problema da captura não resolvido, contribui para o seu *status* de regulador e para a incerteza regulatória. Os autores já argumentaram que as reformas em curso, com os respectivos custos extras, não reduzirão concretamente a fragilidade financeira sistêmica, e uma mudança radical na abordagem regulatória torna-se necessária (TONVERONACHI e MONTANARO, 2010).

Dada a dependência dos sistemas financeiros europeus em relação aos bancos, estas reformas certamente aumentarão os seus custos regulatórios, provavelmente mais que em outros contextos caracterizados por um papel menos sistêmico no setor bancário. O setor bancário europeu já está pressionando por uma abordagem mais flexível, apontando o impacto desproporcional das exigências mais rigorosas sobre o já lento crescimento da Europa. É certamente impraticável para a Europa endurecer ainda mais os requerimentos para os bancos, uma vez que é altamente



improvável que ela implemente padrões não bancários internacionais com regras mais rígidas. O setor financeiro vai continuar a representar uma ameaça séria em todos os países. Para a Europa, ele pode colocar em risco toda a sua construção.

## REFERÊNCIAS

BANQUE DE FRANCE. Financial crisis, economic crisis. **Documents and Debates**, n. 3, Jan. 2010.

BRIERLEY, P. The UK special resolution regime for failing banks in an international context. **Bank of England Financial Stability Papers**, n. 5, July 2009.

BRUNNERMEIER, M. Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008. **Journal of Economic Perspectives**, n. 23, v. 1, p. 77-100, Winter, 2009.

CEBS – COMMITTEE OF EUROPEAN BANKING SUPERVISORS. **CEBS's technical advice to the European Commission on options and national discretions**. 17 Oct. 2008.

COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION. Regulation (EC) n° 1.466/97 of 7 July 1997 on the strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and coordination of economic policies. **Official Journal of the European Union**, L 209, 2 Aug. 1997.

\_\_\_\_\_. Regulation (EC) n° 1.056/2005 of 27 June 2005 amending Regulation (EC) n° 1.467/97 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure. **Official Journal of the European Union**, L 174/5, 7 July 2005.

\_\_\_\_\_. **Conclusions of the head of state or government of the Euro Area of 11 March 2011**. Brussels, 11 March 2011. Disponível em: <[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/119809.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/119809.pdf)>.

\_\_\_\_\_. **Council recommendation on broad guidelines for the economic policies of the Member States and of the Union**. Brussels, 7 July. 2010. (Document, n. 1.1646/10).

DE LAROSIÈRE, J. *et al.* **Report of the high-level group on financial supervision**. Brussels, 25 Feb. 2009.

ECB – EUROPEAN CENTRAL BANK. Memorandum of Understanding on high-level principles of co-operation between the banking supervisor and central banks of the European Union in crisis management situation. **Press Release**, 10 Mar. 2003.

\_\_\_\_\_. Memorandum of Understanding on co-operation between the banking supervisor, central banks and finance ministries of the European Union in financial crisis situations. **Press Release**, 18 May. 2005.

- \_\_\_\_\_. **EU banking structures**. Frankfurt am Main, Oct. 2006.
- \_\_\_\_\_. **EU banks' funding structures and policies**. Frankfurt am Main, May, 2009.
- \_\_\_\_\_. The ECB's response to the financial crisis. **ECB Monthly Bulletin**, Oct. 2010.
- ECFIN/CEFCPE. **Memorandum of understanding on cooperation between the financial supervisory authorities, central banks and finance ministries of the European Union on cross-border financial stability**. 1 June 2008. Available at: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/mou-financialstability2008en.pdf>>.
- ECOFIN – ECONOMIC AND FINANCIAL AFFAIRS COUNCIL. **Report on financial crisis management**. Brussels, 17 April 2001. (EFC/ECFIN/251/01).
- \_\_\_\_\_. **Immediate responses to financial turmoil**. Luxembourg, 7 Oct. 2008.
- EISENBEIS R. A.; KAUFMAN, G. Cross-border banking: challenges for deposit insurance and financial stability in the European Union. *In*: BENINK, H.; GOODHART, C. A. E; LASTRA, R. (Ed.). **Prompt corrective action & cross-border supervisory issues in Europe. LSE Financial Markets Group Special Paper**, n. 171, Apr. 2007.
- ENRIA, A.; VESALA, J. Externalities in supervision: the European case. *In*: KREMERS, J.; SCHOENMAKER, D.; WIERTS, P. (Ed.). **Financial supervision in Europe**. Cheltenham: Edward Elgar, 2003. p. 60-89.
- EUROPEAN COMMISSION. **Implementing the framework for financial markets: action plan**. 11 May 1999. (COM(1999) 232).
- \_\_\_\_\_. Strengthening supervisory convergence. **Review of the Lamfalussy Process**, Brussels, 20 Oct. 2007a. (COM (2007) 727 final).
- \_\_\_\_\_. **European financial integration report 2007**. Brussels, Dec. 2007b.
- \_\_\_\_\_. **European financial integration report 2008**. Brussels, Jan. 2009a.
- \_\_\_\_\_. Economic crisis in Europe: Causes, consequences and responses. **European Economy Series**, n. 7, Brussels, 2009b.
- \_\_\_\_\_. The EU's response to support the real economy during the economic crisis: an overview of Member States' recovery measures. **Occasional Paper**, n. 51, July 2009c.
- \_\_\_\_\_. JRC Report under Article 12 of Directive 94/19/EC as amended by Directive 2009/14/EC. **Joint Research Centre**, Unit G09, Ispra, Italy, 2010a.
- \_\_\_\_\_. Facts and figures on State-aid in the Member States. **Commission Staff Working Document**, 1 Dec. 2010b.
- \_\_\_\_\_. Progress report on Europe 2020, annex 1. **Annual Growth Survey**, Brussels, 2011. (COM(2011) 11-A1/2).

EUROPEAN COUNCIL. **A new European strategy for jobs and growth: finalising and implementing the Europe 2020 strategy.** Brussels, 17 June 2010a. (EUCO 13/10).

\_\_\_\_\_. Treaty of the European Union. *In*: Consolidated versions of the Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union. **Official Journal of the European Union**, v. 53, n. 30 March 2010b.

FINAL act and declarations of the single European act. Luxembourg, 17 Feb. 1986. Available at: <<http://www.europa.eu/abc/treaties/archives/en/entr14b.htm>>.

FSB – FINANCIAL STABILITY BOARD. **Report to G20 Finance Ministers and Governors.** 19 Apr. 2010.

\_\_\_\_\_. **Peer Review of Italy.** 27 Jan. 2011.

GARCIA, G. NIETO, M. J. Banking crisis management in the European Union: multiple regulators and resolution authorities. **Journal of Banking Regulation**, n. 6, p. 206-226, May 2005.

GOODHART, C. A. E.; SHOENMAKER, D. Burden sharing in a banking crisis in Europe. **LSE Financial Markets Group**, March 2006. (Special Paper, n. 164).

LAEVEN, L.; VALENCIA, F. **Resolution of banking crises: the good, the bad, and the ugly.** IMF, 2010. (Working Paper, WP/10/146).

LAMFALUSSY, A. *et al.* **Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets.** Brussels, 7 Nov. 2000.

\_\_\_\_\_. **Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets.** Brussels, 15 Feb. 2001.

LANNO, K. **Banking supervision returns to the forefront.** 21 Sept. 2007. (CEPS Commentary, n. 1.542).

LASTRA, R.; WIHLBORG, C. Law and economics of crisis resolution in cross-border banking. *In*: BENINK, H.; GOODHART, C. A. E.; LASTRA, R. (Ed.). Prompt corrective action & cross-border supervisory issues in Europe. **LSE Financial Markets Group**, Apr. 2007. (Special Paper, n. 171).

MINSKY, H. **Can “it” happen again?** Essays on instability and finance. Armonk, New York: Sharpe, 1982.

MÖRTTINEN, L.; POLONI P.; SANDARS, P.; VESALA, J. Analysing banking sector conditions – How to use macro-prudential indicators. **ECB Occasional**, Apr. 2005. (Paper Series, n. 26).

MUNDELL, R. A theory of optimum currency areas. **The American Economic Review**, v. 51, n. 4, p. 657-665, 1961.

NIEROP, E.; STENSTRÖM, M. **Cross-border aspects of insolvency proceedings for credit institutions**: a legal perspective. Basel: European Central Bank, International seminar on legal regulatory aspects of financial stability, 21-23 Jan. 2002.

PETROVIC, A.; TUTSCH, R. National rescue measures in response to the current financial crisis. **ECB Legal**, July 2009. (Working Paper Series, n. 8).

PISANI-FERRY, J.; SAPIR, A. **Banking crisis management in the EU**: an interim assessment. Brueghel, Dec. 2009. (Working Paper, 2009/07).

R&S. **Le maggiori banche europee nel 1° semestre 2010 e i piani di stabilizzazione a novembre 2010**. 2010. Available at: <[http://www.mbres.it/ita/res\\_pubblicazioni/banche.htm](http://www.mbres.it/ita/res_pubblicazioni/banche.htm)>.

SCHOENMAKER, D.; OOSTERLOO, S. Financial supervision in an integrating Europe: measuring cross-border externalities. **International Finance**, v. 8, n.1, p. 1-27, 2005.

SVERIGES RISKBANK. Financial integration and responsibility for financial system stability in the EU. **Financial Stability Report**, v. 2, p. 75-90, 2003.

TONVERONACHI, M.; MONTANARO, E. Reestructuración del sistema financiero: presentación sintética de un enfoque alternativo para la regulación financiera. **Ensayos Económicos**, n. 57, p. 169-185, ene./mar 2010.

WYPLOSZ, C. The failure of the Lisbon strategy. **Vox**, 12 Jan. 2010.

## OS DILEMAS DA POLÍTICA ECONÔMICA NO “PÓS-CRISE”\*

Maryse Farhi\*\*

### 1 INTRODUÇÃO

A crise financeira iniciada em meados de 2007 no segmento de crédito imobiliário nos Estados Unidos foi grave o suficiente para ser qualificada como “a mais séria e destrutiva desde 1929” pelo comitê de Larosière (2009), estabelecido pela União Europeia para avaliar seus aspectos e implicações. Apesar de uma menor intensidade, esta crise apresenta outras particularidades que a aproximam da Grande Depressão da década de 1930, tais como sua duração,<sup>1</sup> sua abrangência internacional e a incontornável necessidade de voltar a regulamentar o setor financeiro (GRIFFITH-JONES, 2010). Dessa forma, não parece estranho que diversos economistas<sup>2</sup> tenham passado a designar a recente crise como sendo a Grande Recessão.

Da mesma forma, a recuperação das principais economias desenvolvidas que está se seguindo a essa crise financeira tem poucos traços em comum com as retomadas econômicas verificadas desde a Segunda Guerra Mundial, que foram muito mais rápidas e acentuadas. Pelo contrário, a atual recuperação vem sendo comparada à que ocorreu durante a Grande Depressão, caracterizada por um baixo dinamismo, insuficiente para recuperar o nível de emprego. Importa aqui ressaltar que a crise da década de 1930 não foi um episódio de dez anos de declínio econômico contínuo, mas, sim, constituída por dois períodos recessivos distintos – agosto de 1929 até março de 1933, e maio de 1937 até a Segunda Guerra Mundial. Entre estas duas recessões, ocorreu um período de recuperação econômica que, entretanto, foi insuficiente para impedir que a taxa de desemprego permanecesse acima dos 10% (BERNANKE, 1994).

---

\* Texto elaborado com base em dados disponíveis em junho de 2011. Agradecimentos a Clarissa Medeiros Borges e Vanessa Duarte da Silva Santos pelo apoio no levantamento de dados.

\*\* Professora doutora do Instituto de Economia (IE) da Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP) e pesquisadora do Ipea.

1. Nas maiores economias desenvolvidas, a forte recessão suscitada por essa crise terminou em meados de 2009. Assim, segundo o *Business Cycle Dating Committee* do *National Bureau of Economic Research* (NBER) – fundado em 1920 como um grupo privado sem fins lucrativos de pesquisas econômicas e encarregado pelo governo americano de determinar o início e o fim das recessões –, nos Estados Unidos, ela terá durado de dezembro de 2007 a junho de 2009, a mais longa recessão desde a depressão de 1929.

Essas semelhanças suscitam fundadas suspeitas de que o atual período pós- crise poderá, igualmente, assemelhar-se ao movimento verificado no início da década de 1930, usualmente caracterizado como uma “dupla recessão”. Shiller (2010) utiliza uma definição de dupla recessão que contempla um horizonte temporal relativamente longo.

Esse fenômeno se inicia por uma recessão na qual o desemprego sobe para um nível elevado e, em seguida, se reduz num ritmo demasiadamente lento. Antes que o nível de emprego volte ao patamar normal, ocorre uma segunda recessão. Enquanto nova recuperação econômica não se completar, estaremos numa dupla recessão, mesmo se houver anos entre as duas quedas. No último século, houve apenas uma dupla recessão, com essa definição, e ela foi séria. Tudo começou com a recessão 1929-1933, que foi seguida por outra recessão em 1937-1938. Entre essas quedas, a taxa de desemprego nunca se estabeleceu abaixo de 12,2%. Essas duas recessões, separadas por quatro anos, são agora geralmente agrupadas como um único evento, a Grande Depressão (SHILLER, 2010, p. BU5, tradução nossa).

Na Grande Depressão, políticas macroeconômicas divergentes contribuíram para a extensão e a profundidade da crise. Elas estavam essencialmente ligadas à política cambial, com alguns países abandonando o padrão ouro, enquanto outros tentavam mantê-lo a qualquer custo. A evolução histórica mostrou que os países que abandonaram primeiro o padrão ouro foram capazes de aumentar sua base monetária e seus preços, provocando uma depreciação cambial e tendo recuperação mais rápida que aqueles que mantiveram este regime cambial por mais tempo e foram forçados à deflação (BERNANKE, 1994).

À semelhança do que se verificou na década de 1930, visões divergentes sobre o período “pós- crise” nas principais economias desenvolvidas têm levado a políticas macroeconômicas muito distintas. Esta divergência contraria o que se constatou no decorrer da crise, em que os países participantes do Grupo dos 20 (G20)<sup>2</sup> buscaram coordenar suas políticas macroeconômicas e afirmar conjuntamente os princípios das reformas a serem adotadas no intuito de prevenir nova ocorrência de eventos semelhantes.

No atual período “pós- crise”, as divergências ressurgiram e passaram a constituir – agora como então – um fator agravante da tênue recuperação econômica, já que conduzem esses países a se engajar em políticas do tipo “cada um por si” ou “salve-se quem puder”, levando a desvalorizações competitivas. Estas divergências estão, sobretudo, relacionadas à avaliação dos riscos das economias resvalarem para novo episódio recessivo. As autoridades econômicas das principais economias

---

2. Criado em 1999 e composto pelos ministros de finanças e chefes dos bancos centrais das 19 maiores economias desenvolvidas e emergentes do mundo mais a União Europeia. O G20 é um fórum de cooperação e de consulta sobre assuntos do sistema financeiro internacional. Seus membros representam perto de 90% do PIB mundial, 80% do comércio internacional – incluindo o comércio entre países da União Europeia – e dois terços da população do planeta.

desenvolvidas estão confrontadas a um dilema: *i*) manter os estímulos macroeconômicos, por temor a uma dupla recessão e/ou a um processo de deflação; ou *ii*) retirar parte ou a totalidade desses estímulos, por considerar que a recuperação econômica em curso é sustentável e/ou que o déficit das contas públicas chegou a um ponto crítico e seu controle tornou-se prioritário.

Os países europeus em seu conjunto – tanto os que enfrentam uma crise da dívida soberana (dificuldades para obter financiamentos nos mercados) quanto os que têm uma situação menos conturbada – optaram por realizar drásticos ajustes fiscais. Em diversos países da região, os ajustes fiscais têm sido tão severos que resultam em fortes quedas da atividade econômica e do nível de emprego. Ademais, o Banco Central Europeu (BCE) elevou a taxa básica de juros em 0,25% em abril de 2011 e indicou que, em função de uma inflação mais forte que o esperado, esta taxa provavelmente voltaria a subir em julho (TRICHET, 2011). Por sua vez, nos Estados Unidos, prevaleceu a visão de que o abandono de políticas anticíclicas é prematuro. Contudo, diante da dificuldade de aprovar novos pacotes fiscais no Congresso, esta tarefa ficou essencialmente nas mãos da autoridade monetária, que lançou mão de novo “afrouxamento quantitativo” – já adotado em 2009 – e anunciou que manterá os juros baixos “por um período prolongado”.

Essa divergência de políticas macroeconômicas condiciona a evolução da economia mundial e, eventualmente, pode agravar seus desequilíbrios. No entanto, os dados apontam que, embora as intervenções públicas tenham tido sucesso em reverter o processo de deflação de ativos, nenhuma das políticas adotadas no “pós-crise” foi capaz de atingir os objetivos fixados: seja para resolver os desequilíbrios fiscais, seja para restaurar um crescimento econômico sustentado e reduzir os elevados níveis de desemprego. Este insucesso suscita a hipótese de que, face à magnitude da crise do capitalismo com dominância financeira (*market led*), instrumentos fiscais e monetários estão atingindo seu limite. Em outras palavras, quando a crise atinge mercados financeiros que se tornaram maiores que os Estados, a correlação de forças é favorável aos mercados e à sua busca de rentabilidade a qualquer custo, fazendo que as intervenções públicas possam mostrar-se insuficientes. Nesse contexto, o risco de um *double dip* apresenta contornos mais ameaçadores, visto que se defrontaria com instrumentos anticíclicos em rápido esgotamento.

Este texto se propõe a examinar o conturbado período pós-crise e a discutir os diagnósticos diferenciados e as distintas medidas de política econômica adotadas pelas principais economias desenvolvidas. Além desta breve introdução, o texto é composto de mais três seções. A primeira aborda a convergência das políticas macroeconômicas anticíclicas adotadas no auge da crise bem como suas bases teóricas. Na sequência, serão examinadas as profundas divergências nessas políticas, surgidas no período que se seguiu à crise, em particular entre a União Europeia e os Estados Unidos. Por fim, a última seção será consagrada a uma breve conclusão.

## 2 CRISE E CONVERGÊNCIA DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS

O G20 passou a ser o agente proeminente na coordenação internacional das respostas à crise, em substituição ao Grupo dos 7 países mais ricos do mundo (G7). Após a falência do Lehman Brothers, o G20 realizou três reuniões que contaram, pela primeira vez desde sua criação, com a participação dos chefes de Estado ou de governo e não somente dos ministros de finanças e presidentes dos bancos centrais. Estas reuniões tinham o objetivo enunciado de promover a cooperação internacional para enfrentar a crise financeira e coordenar as políticas de combate à recessão.

No ápice da crise, tudo parecia indicar que as lições da Grande Depressão tinham sido aprendidas, permitindo evitar a repetição dos erros de política econômica que tinham então contribuído para seu aprofundamento e sua extensão. Apesar de suas raízes teóricas muito distintas, estas lições tinham um importante elemento em comum: todas preconizavam uma intensa intervenção do Estado em oposição às políticas de *laissez-faire* e às diretrizes das políticas macroeconômicas recomendadas pelo *mainstream* econômico (definição na qual se enquadra o Fundo Monetário Internacional – FMI). Antes da crise, tais diretrizes decorriam do “consenso macroeconômico”, oriundo da convergência entre as correntes novoclássica e novokeynesiana em torno da crença que, de um lado, a economia de mercado seria capaz de levar à estabilidade macroeconômica e que, de outro lado, as políticas econômicas seriam ineficientes, porque antecipadas pelos agentes. Esta crença encontrou respaldo político nos governos de R. Reagan e de M. Thatcher e passou a constituir o pilar das políticas macroeconômicas (MARTINS, 2010).

O chamado “novo consenso” está em total oposição ao que tinha sido constatado após a Grande Depressão: o modelo liberal baseado na livre atuação das forças de mercado não é eficaz para evitar e, posteriormente, sanar a depressão econômica. Assim, em função das lições daquele episódio, no decorrer da crise econômica iniciada em 2007 com o aumento da inadimplência no crédito hipotecário de alto risco nos Estados Unidos, os governos lançaram mão de diversos instrumentos não tradicionais de política econômica para lidar com a falta de liquidez e com a queda da demanda agregada. Por serem eminentemente discricionários, esses instrumentos teriam sido, até pouco tempo, considerados inadequados pelo *mainstream* e pelo FMI e, no mínimo, gerariam insatisfação dos agentes do mercado financeiro.

As lições da Grande Depressão, que foram aplicadas no decorrer da recente crise financeira, se organizaram em torno da necessidade de evitar uma espiral deflacionária por meio de intensa atuação do Estado e/ou do Banco Central. Foi em nome dessa necessidade que, após a falência do Lehman Brothers, quando a crise se transformou em um evento de caráter sistêmico, os países desenvolvidos atuaram maciçamente e de comum acordo para socorrer os bancos e outras instituições



financeiras importantes,<sup>3</sup> os mercados financeiros mais sensíveis,<sup>4</sup> bem como para incentivar a demanda agregada e reduzir os níveis de desemprego.

Mas, os fundamentos teóricos do temor à deflação e da necessidade de intervenções na área fiscal e/ou monetária são extremamente díspares. Na busca por agregar estes fundamentos, obtêm-se resultados inesperados, à medida que, em períodos de crise, a prescrição do ativismo estatal congrega correntes analíticas tão divergentes que, salvo neste quesito, encontram-se sempre em lados opostos. Estas correntes vão dos monetaristas, como Irving Fisher e Milton Friedman, aos mais variados matizes do keynesianismo, em um largo espectro que inclui desde Hyman Minsky até diversos economistas novokeynesianos como Ben Bernanke, Olivier Blanchard, Paul Krugman e Joseph Stiglitz.

Novokeynesianos eram partes integrantes do *mainstream*, junto aos novoclássicos, ambos com forte influência dos monetaristas (LAVOIE, 2006). Alinhando-se aos que preconizam forte ativismo público na luta contra a depressão econômica, os novokeynesianos distanciaram-se dos novoclássicos e de pelo menos parte do consenso pré-crise (MARTINS, 2010).

A descrição do ciclo vicioso denominado “espiral deflacionária” deve-se a Fisher (1933), conhecido por sua abordagem quantitativista da moeda, que posteriormente deu origem à teoria monetarista. Após sofrer a ruína financeira na quebra da Bolsa de Valores em 1929, o professor da Universidade de Yale concentrou sua análise no colapso dos mercados financeiros, nos efeitos devastadores da relação entre a deflação de preços dos ativos e a queda dos preços das mercadorias, no processo de desalavancagem das famílias e das empresas e na contração da atividade econômica.

Fisher aponta os fatores que se encadeiam e interagem uns com os outros em condições de excesso de endividamento e deflação de preços dos ativos e dos bens, levando a economia a uma insuficiência crônica de demanda. Estes fatores são: a busca por liquidação das dívidas, que leva à venda forçada de ativos; a contração da oferta de moeda, à medida que empréstimos bancários são reembolsados e sua velocidade de circulação se reduz; a queda nos preços dos ativos, nos lucros e no valor líquido das empresas, precipitando falências; a redução na produção, no comércio e no emprego; o pessimismo e a perda de confiança; o entesouramento de dinheiro; e a queda nas taxas de juros nominais acompanhada pelo aumento das taxas de juros reais.

---

3. Como se verá adiante, esta atuação assumiu formatos distintos conforme os países: os Estados Unidos concederam empréstimos aos bancos, enquanto, na Inglaterra e na Irlanda, o Estado assumiu o controle acionário dos bancos.

4. No caso dos mercados, a atuação dos governos foi relativamente uniforme e consistiu essencialmente em garantir a solvência dos títulos privados.

Esse processo transformou a recessão de 1930 em uma profunda depressão em 1933. Sua lógica é tal que, se nada é feito para evitar a queda no nível de preços, a depressão tende a se aprofundar em uma espiral viciosa por muitos anos. Em última análise, é claro que, em algum momento, os problemas dos endividados devem parar de crescer e serem seguidos por uma recuperação. Mas, esta chamada saída “natural” de uma depressão somente ocorre após a generalização desnecessária e cruel de falências, do desemprego e da fome. De onde tem-se a recomendação de Fisher, para interromper ou prevenir a depressão, de reinflacionar os preços até o nível médio em que as dívidas foram contraídas pelos devedores e assumidas pelos credores.

A “Teoria da deflação das dívidas na Grande Depressão” de Fisher foi, por muito tempo, negligenciada. Mas ela voltou a chamar a atenção de economistas como Ben Bernanke, atual presidente do Federal Reserve Bank americano (Fed, banco central americano). Esta atenção se deveu, inicialmente, ao longo processo deflacionário que tem vivido a economia japonesa desde o início da década de 1990. Entretanto, seja após o estouro da bolha das ações de alta tecnologia em 2001 ou após a crise financeira iniciada em 2007, a questão da ameaça de uma espiral deflacionária voltou a figurar na ordem do dia do Fed e de outros bancos centrais de economias desenvolvidas.

Milton Friedman – autor cuja teoria se alicerça na visão quantitativista da moeda – argumenta que a Grande Depressão foi causada, principalmente, pela contração monetária, consequência de políticas errôneas do Fed e de uma prolongada crise do sistema bancário.<sup>5</sup> Uma das razões apontadas por Friedman e Schwartz (1971), pela qual o Fed não agiu para limitar o declínio da oferta de moeda, foi a regulação intrínseca ao padrão ouro. Naquela época, o montante de papel-moeda que o Fed podia emitir era limitado pela exigência legal de manter em ouro o equivalente a 40% das emissões de papel-moeda. Até o final da década de 1920, o Fed tinha atingido o limite de crédito permitido pela quantidade de ouro em sua posse, impedindo-o de ampliar a oferta monetária. Neste contexto, em 1931, importantes agentes dos mercados financeiros, em particular os bancos comerciais, passaram a converter papel-moeda em ouro, reduzindo o volume de ouro nos cofres públicos e forçando a correspondente redução no montante de papel-moeda em circulação. Este ataque especulativo e o fato de que a inação do Fed permitiu algumas grandes falências bancárias criaram um pânico no sistema bancário americano, o que teria levado à deflação e ao abandono deste sistema monetário nos Estados Unidos.

---

5. “O Fed foi o grande responsável por converter o que poderia ter sido uma simples recessão, embora ela pudesse ser bastante grave, em uma grande catástrofe. Ao invés de usar seus poderes para combater a depressão, ele presidiu ao declínio de um terço no volume de moeda entre 1929 e 1933. Longe da depressão ser um fracasso do sistema de livre empresa, foi um trágico fracasso do governo” (Friedman, 1998, p. 233, tradução nossa).

Friedman afirmava que, se o Fed<sup>6</sup> tivesse concedido empréstimos de emergência para estes grandes bancos, ou simplesmente comprado títulos públicos no mercado aberto para prover liquidez e aumentar a quantidade de dinheiro, não teria havido um efeito dominó no sistema bancário, a oferta de moeda não teria caído tanto e a depressão teria sido evitada. Como se verá adiante, a análise de Friedman também teve forte influência nas decisões do Fed na recente crise.

Em uma tradição teórica totalmente distinta da dos monetaristas, muitos analistas, inclusive diversos deles vinculados a instituições financeiras,<sup>7</sup> invocaram – desde 2007 – o nome de Keynes e de economistas ligados à sua abordagem teórica, em particular, Hyman P. Minsky, na tentativa de entender a natureza da crise financeira recente e as medidas necessárias para impedir sua transformação em profunda depressão. O colapso do mercado hipotecário de alto risco, em agosto de 2007, foi considerado um “momento Minsky” (PALLEY, 2010); a implosão posterior do sistema financeiro e a recessão profunda foram vistas como a confirmação da “hipótese da instabilidade financeira” de Minsky (1982).

De acordo com essa hipótese, a instabilidade financeira é criada endogenamente pelo funcionamento intrínseco de uma economia capitalista dotada de estruturas financeiras desenvolvidas. Nos momentos em que a economia está em fase de expansão, as dívidas existentes são facilmente pagas, fazendo com que as margens de segurança para a concessão de crédito sejam afrouxadas e o grau de endividamento da economia aumente. Assim, a estrutura financeira da economia se transforma, fazendo com que seu grau de alavancagem se eleve à medida que a própria economia cresce.

Mas, a contribuição de Minsky vai além do diagnóstico da crise. Em seu trabalho de 1986, ele se pergunta: o que impede que as crises recorrentes, em que a estabilidade gera a instabilidade, se tornem depressões? Sua resposta, em linha com o pensamento keynesiano, reside na atuação de dois agentes econômicos: o *big government* e o *big bank*.

O papel do *big government* é essencial, porque os gastos fiscais estabilizam o emprego, a renda e as receitas das empresas. Estes gastos resultam em um déficit do *big government*, com três efeitos: *i*) efeito renda e emprego – é o efeito multiplicador da despesa pública e inclui pagamentos de transferências e juros; *ii*) efeito *budget (cash-flow)* – os déficits do governo irão manter os fluxos de caixa permitindo que os juros das dívidas privadas sejam pagos e, além disso, irão manter os fluxos de lucros para as firmas; e *iii*) efeito portfólio – os instrumentos financeiros usados para financiar o déficit são considerados ativos seguros, que ajudam a estabilizar a economia, já que fornecem maior segurança para os portfólios privados.

6. É importante sublinhar que Friedman era a favor da abolição do Federal Reserve System e sua substituição por um modelo que mantivesse, a um ritmo constante, a emissão direta de moeda pelo governo (Tesouro).

7. Ver, por exemplo, McCulley (2008) e Magnus (2008).

Por sua vez, o *big bank* (emprestador de última instância) tem por objetivo estabilizar o preço dos ativos e o mercado financeiro. Ademais, ao passo que o *big government* age sobre a demanda agregada, os superávits setoriais e o aumento da participação de títulos públicos nos portfólios, o empréstador de última instância opera sobre o valor da estrutura dos ativos e sobre o refinanciamento disponível para as carteiras.

Como dito anteriormente, essas raízes teóricas muito diferentes são unânimes em preconizar a necessidade de uma maciça intervenção estatal, com o objetivo de impedir o aprofundamento e o prolongamento de uma crise com o potencial de provocar uma espiral deflacionária e uma depressão econômica. Referindo-se aos Estados Unidos, o ex-secretário do Tesouro, Henry Paulson, afirmou que “a economia chegou ‘muito perto’ de um colapso que a jogaria na segunda Grande Depressão, e o governo só tinha uma coisa a fazer: socorrer as firmas financeiras” (MCKEE e COOK, 2010). Esta mesma afirmação pode ser estendida às demais economias desenvolvidas.

Assim, na ânsia de evitar os erros cometidos na década de 1930, os bancos centrais e os Tesouros nacionais das economias desenvolvidas foram obrigados a agir rapidamente, recorrendo tanto a instrumentos tradicionais de política monetária e fiscal quanto a medidas não tradicionais e discricionárias ao extremo.

A partir de setembro de 2007, o Fed e o Banco Central Europeu foram levados a reduzir as taxas básicas de juros e a taxa de redesconto, instrumento que os bancos comerciais podem utilizar para aliviar problemas de liquidez. Esse movimento equiparou-os ao Japão que, desde meados de 1995, praticava taxas de juros próximas de zero (FED, 2002).

Também aumentaram os prazos das operações de redesconto. Contudo, estes instrumentos tradicionais de atuação dos bancos centrais logo mostraram seus limites, ao atingir a situação de “armadilha da liquidez” – definida por Keynes como o ponto em que a política monetária não consegue mais fomentar o crescimento pela queda da taxa de juros. Embora tais instrumentos tivessem sido suficientes para conter as recessões anteriores, a magnitude da crise iniciada em 2007 foi tal que obrigou os emprestadores de última instância da Europa, dos Estados Unidos e do Japão a recorrer a formas de intervenções não tradicionais e altamente discricionárias.

No final de novembro e início de dezembro de 2007, os bancos centrais dos Estados Unidos, Inglaterra, Europa, Suíça, Canadá, Japão e Suécia foram forçados a uma intervenção conjunta, diante das expectativas de elevadas perdas a serem reveladas pelos balanços bancários. Ainda em início de dezembro de 2007 – quando a taxa básica de juros nos Estados Unidos estava em 4,5% ao ano, assinalando que ainda havia espaço para uma política monetária tradicional” –, o Fed disponibilizou

o Term Auction Facility (TAF), para emprestar dinheiro aos bancos a prazo fixo. Em 28 de dezembro, o TAF já era responsável por empréstimos de US\$ 3,48 trilhões (WHEELLOCK, 2010).

A deterioração nas expectativas se prolongou durante o mês de janeiro de 2008, com a divulgação de novas perdas e o rebaixamento dos *ratings* das seguradoras *monolines* (tais como AMBAC, MBIA, Assured Guaranty, FSA). Em março de 2008, a falência do quinto maior banco de investimentos americano, o Bear Stearns, somente foi evitada pela intervenção e por garantias de US\$ 30 bilhões, concedidas pelo Fed para sua compra com grande desvalorização pelo JP Morgan Chase (US\$ 10 por ação, sendo que, um ano antes, a cotação havia alcançado US\$ 170). Enquanto banco de investimentos, o Bear Stearns não concedia crédito diretamente nem era supervisionado pelo Fed.<sup>8</sup> Suas imensas perdas em decorrência da crise iniciada com a elevação da inadimplência nos empréstimos hipotecários *subprime* decorrem de sua participação no que vem sendo denominado de *shadow banking system* ou sistema bancário nas sombras (FARHI e CINTRA, 2008).

Outros pontos de alta tensão voltaram a ocorrer no início do segundo semestre de 2008. Cronologicamente, o primeiro foi o colapso do IndyMac Bank, parte do conjunto de instituições financeiras do Federal Savings Bank (FSB), especializadas em crédito hipotecário. Também conhecidas como *savings and loans*, estas instituições são de âmbito regional. O IndyMac Bank era o maior *savings and loan* na região de Los Angeles e o sétimo maior em concessão (“originador”) de hipotecas dos Estados Unidos. Em 11 de julho de 2008, esta instituição sofreu intervenção do Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), fundo garantidor dos depósitos até US\$ 100.000,00. Em decorrência do colapso do IndyMac Bank, dois efeitos mais imediatos foram registrados: *i*) os depositantes no sistema bancário americano com depósitos superiores ao limite garantido pelo FDIC procuraram redistribuí-los entre diversos bancos; e *ii*) os temores de investidores e depositantes se alastraram para as demais instituições do FSB, provocando diversas novas falências.

Quase ao mesmo tempo da falência do IndyMac, ocorreu uma acentuada perda de confiança nas duas grandes agências quase públicas, criadas com o propósito de prover liquidez ao mercado imobiliário americano, a Federal National Mortgage Association (apelidada de Fannie Mae) e a Federal Home Loan Mortgage Association (conhecida como Freddie Mac). Estas companhias privadas – com ações negociadas em Bolsa de Valores, mas consideradas como patrocinadas pelo governo (Government Sponsored Enterprises – GSE) –, conseguiam se financiar

---

8. De acordo com a seção 13 (3) do Federal Reserve Act (1932), o banco central tem o poder de emprestar para qualquer instituição contra qualquer colateral, desde que declare que isto é necessário, pois “circunstancias específicas o exigem”.

a um custo bastante próximo ao do Tesouro americano. Simultaneamente, operavam de forma muito mais alavancada que outras instituições financeiras, sustentando suas atividades com um patrimônio conjunto de apenas US\$ 71 bilhões. Isto é, este patrimônio podia ser consumido por um prejuízo relativamente baixo como proporção da carteira. Enquanto o preço dos imóveis subia, este risco parecia pequeno, especialmente porque as duas instituições estavam autorizadas a financiar apenas hipotecas de baixo risco. Com a queda do preço dos imóveis, dados em garantias dos empréstimos, que passaram a valer menos que as dívidas (hipotecas) e a duplicação no patamar de inadimplência, as empresas ficaram diante da possibilidade de insolvência (desequilíbrio patrimonial), ou, pelo menos, sem capital para continuar operando (TORRES FILHO e BORÇA JÚNIOR, 2008). Complicando ainda mais a situação, parte significativa destes títulos foi adquirida por bancos centrais dos países que detêm elevadas reservas em divisas. Em março de 2008, a dívida total de estrangeiros com as agências federais americanas somava US\$ 1,5 trilhão, sendo US\$ 985 bilhões em portfólios de credores oficiais e US\$ 555,9 bilhões em credores privados.<sup>9</sup> Em outras palavras, os títulos emitidos pela Fannie Mae e pelo Freddie Mac foram considerados para a aplicação destas reservas como tão “sem riscos” quanto os títulos do Tesouro americano, com a vantagem de oferecer rendimentos um pouco mais elevados.

A administração do presidente George W. Bush solicitou ao Congresso a aprovação de um pacote de ajuda, concedendo-lhe poder de injetar somas ilimitadas nas duas instituições por meio de empréstimos e compra de ações. O Fed, por seu lado, anunciava que lhes concederia empréstimos de curto prazo. A inédita ação estava ligada à magnitude dos passivos dessas imensas companhias. A Fannie Mae tinha dívida total em torno de US\$ 800 bilhões, enquanto a da Freddie Mac alcançava US\$ 740 bilhões. Ademais, as duas companhias carregavam ou tinham dado garantias a títulos hipotecários no valor de US\$ 4,6 trilhões, o que representava 38% dos créditos hipotecários nos Estados Unidos e 32% de seu produto interno bruto (PIB), estimado em US\$ 14,3 trilhões em junho de 2008.

No entanto, todas essas intervenções não impediram que, em alguns momentos, as autoridades monetárias tivessem recaído no pensamento e na prática liberal, com severas consequências. Assim, as declarações do presidente do Banco da Inglaterra de que não iria socorrer o quinto banco hipotecário do país, o Northern Rock, provocaram uma corrida bancária que acabou obrigando a autoridade monetária a nacionalizá-lo em fevereiro de 2008. Contudo, o caso mais notório foi a falência do banco de investimentos Lehman Brothers, em 15 de setembro de 2008. Este foi o ponto mais agudo da crise, que passou a apresentar contornos sistêmicos. A falência

---

9. De acordo com o Tesouro americano, os maiores detentores das dívidas dessas agências americanas eram a China e o Japão.

teve efeitos nefastos, acentuando as incertezas e o empoçamento de liquidez,<sup>10</sup> acarretando a paralisação das operações interbancárias. A desconfiança dos investidores nos sistemas financeiros se espalhou, resultando em movimentos de pânico nos mercados de ações, de câmbio, de derivativos e de crédito, em âmbito global.

O Tesouro e o Fed foram dura e abertamente criticados por não ter socorrido esse banco de investimentos tanto por autoridades de outros países quanto por banqueiros e economistas (NOCERA e ANDREWS, 2008). Em resposta às críticas, o presidente do Fed, Ben Bernanke (2008), alegou:

os problemas no Lehman eram bem conhecidos há algum tempo e os investidores reconheceram claramente que a falência da empresa era significativamente possível. Desta forma, nós julgamos que os investidores e suas contrapartidas teriam tido tempo de tomar medidas de precaução.

Outro argumento apresentado por Bernanke, em testemunho ao Congresso (2010), para a decisão de não socorrer o Lehman Brothers, era que o Fed não tinha permissão para efetuar empréstimos não seguros sem aprovação. O presidente do Fed justificou que

o colateral disponível (em poder do Lehman) para efetuar o contrato de empréstimo era bem menor que a quantia necessária exigida para dar em garantia a um empréstimo do Federal Reserve que fosse de tamanho suficiente para cobrir a necessidade de financiamento da empresa. Desta forma, a falência da empresa foi inevitável.

O então secretário do Tesouro, Henry Paulson Junior (2010), utilizou o mesmo argumento. Mas, enquanto Bernanke, no testemunho citado, parece concluir que essa decisão foi errônea, ao afirmar que “o Lehman provou que nunca se pode deixar uma firma grande e internacionalmente ativa falir no meio de uma crise internacional”, Paulson defendia, dois anos depois, que esta falência não poderia ter sido evitada.

A recusa das autoridades monetárias americanas em impedir a falência do Lehman Brothers foi seguida pela compra do Merrill Lynch pelo Bank of America, enquanto o Goldman Sachs e o Morgan Stanley obtiveram autorização para se transformar em *holding* financeiras, sujeitas às normas de Basileia, à supervisão do Fed e com amplo acesso às operações de redesconto das autoridades monetárias. Imediatamente após a falência do Lehman Brothers, descobriu-se que a seguradora American International Group Incorporated (AIG) tinha vendido proteção contra riscos de crédito (*credit default swaps*, CDS) por um valor nacional de US\$ 2,7 trilhões.<sup>11</sup> A AIG passou a receber empréstimos do Fed, que somaram US\$ 182,5 bilhões, contra ações com direito a voto.

10. Ver, por exemplo, Mollenkamp *et al.* (2008).

11. Ver A.I.G.'s Bailout Terms Revealed (2008).

Nesse mesmo período, outras instituições financeiras não bancárias como *hedge funds* e outros investidores institucionais, sobretudo as seguradoras e os fundos de pensão, sofreram de uma verdadeira “corrida bancária” contra o *global shadow banking system*, na expressão de McCulley (2007), ou de uma “corrida bancária contra não bancos”, segundo Kedroski (2007). Em movimentos reveladores da importância que as instituições financeiras não bancárias adquiriram, o Fed e o Tesouro americano tiveram de estender a diversas destas instituições o acesso às operações de redesconto – com a aceitação de títulos lastreados em crédito hipotecário e outros – e a criação de linhas de crédito aos *money market mutual funds*. O Banco da Inglaterra também adotou medidas semelhantes por meio de operações de *swaps*.

Desde então, a atuação do Fed se valeu de instrumentos inéditos para prover liquidez ao sistema ou, segundo Stiglitz (2010b), para transferir todos os riscos dos mercados privados para o governo. Mattos (2010) mostra que grande parte destes novos instrumentos foi criada a partir de setembro de 2008 para lidar com o “empocamento” de liquidez no mercado interbancário decorrente dos impactos da quebra do banco Lehman Brothers.

Destaca-se, em particular, a criação de instrumentos de liquidez para comprar ativos de diferentes maturidades (do curto prazo, como os *commercial papers*, até o longo prazo, como os *Mortgage Backed Securities*) presentes nos balanços das instituições financeiras e cujos mercados tinham perdido liquidez. O manejo destas novas contas permitiu que Fed afetasse diretamente a quantidade e o preço dos recursos disponíveis para o cumprimento de sua função de prestador de última instância.

As repercussões da falência do Lehman Brothers também levaram o Tesouro americano a apresentar ao Congresso uma resolução prevendo um montante de US\$ 800 bilhões para auxílio às instituições bancárias em dificuldades. Inicialmente, este auxílio tomava a forma de compra dos ativos “podres” dos balanços dos bancos, sob o nome de Troubled Asset Relief Program (TARP). Após sofrer várias modificações referentes ao formato da ajuda, esta resolução passou a contemplar empréstimos às instituições bancárias e não bancárias com garantia de ações. Em 19 de dezembro de 2008, o presidente Bush decidiu que os fundos do TARP poderiam ser gastos em qualquer programa que o secretário do Tesouro estimasse necessário para conter a crise. Esta decisão permitiu ampliar o uso dos recursos do TARP de forma a incluir o auxílio às indústrias automobilísticas Chrysler e General Motors, à beira da falência.

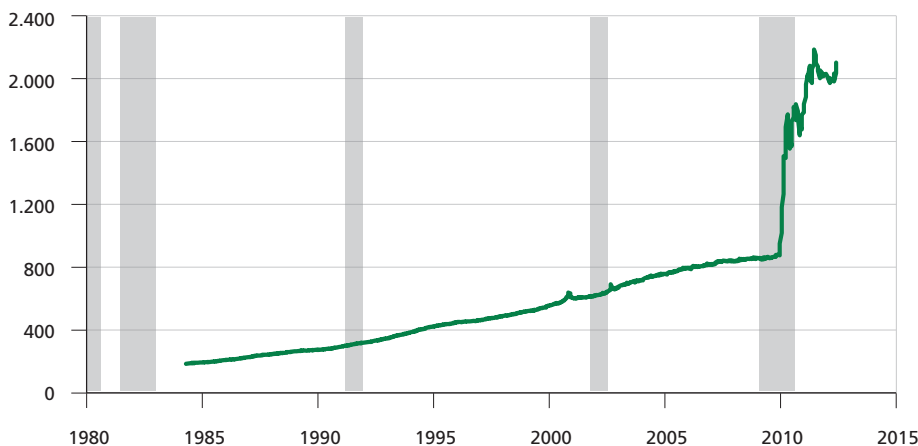
Os instrumentos não tradicionais acarretaram uma acentuada expansão do balanço do Fed. Antes da crise, este balanço era de, aproximadamente, US\$ 870 bilhões, saltando para mais de US\$ 2 trilhões até setembro de 2009. A composição dos ativos deste balanço também se alterou significativamente: em julho de 2007,



os títulos públicos federais representavam 87% do total; no fim de dezembro de 2008, esta participação era de apenas 21%, enquanto o saldo era constituído por títulos de dívida privados, incluindo os lastreados em hipotecas (MATTOS, 2010).

Inicialmente, essas aquisições do Fed foram financiadas pelo Tesouro através do *Supplementary Financing Programm* (SFP). O saldo dessa conta, em dezembro de 2008, atingiu US\$ 400 bilhões, mostrando que, no período, as aquisições de ativos do Fed foram realizadas de forma “esterilizada”, já que o dinheiro criado foi retirado da economia. Mas, o programa do Tesouro revelou-se insuficiente para financiar as amplas intervenções do Fed que, além de adquirir os ativos de valor mais dúbio dos bancos, também passou a comprar, a partir de março de 2009, títulos da dívida pública federal. O objetivo dessa compra dos títulos públicos de prazos mais longos, em particular os Treasury Bonds, de dez anos, foi de sinalizar que a taxa de juros básica permaneceria baixa por muito tempo. Para suprir suas necessidades, o Fed foi levado, a partir de novembro de 2008, a pagar juros sobre as reservas bancárias tanto compulsórias quanto as excedentes. Em decorrência desta decisão, a operação feita pelo Fed, de conceder empréstimos ou adquirir ativos do sistema bancário e, em contrapartida, aumentar a conta de reservas, resultou em criação de moeda. Em dezembro de 2010, a base monetária (soma do dinheiro em circulação e das reservas bancárias) estava próxima a US\$ 2 trilhões (gráfico 1), representando um crescimento de 142% em 3 anos (FED, 2011).

GRÁFICO 1  
Base monetária dos Estados Unidos (ajustada)<sup>1</sup>  
(Em US\$ bilhões)



Fonte: Federal Reserve Bank of Saint Louis.

Nota: <sup>1</sup> A área sombreada indica recessão nos Estados Unidos.

A crise financeira iniciada nos Estados Unidos, em decorrência do aumento da inadimplência em hipotecas de alto risco, repercutiu na Europa, quase imediatamente após sua eclosão em meados de 2007, causando baixas contábeis e perdas com crédito em alguns dos maiores bancos europeus. Até a falência do Lehman Brothers, em setembro de 2008, este custo era estimado, em toda a Europa, em US\$ 323,3 bilhões (STRATFOR, 2008). No mesmo período, o Banco Central Europeu (BCE) e o Banco da Inglaterra lidaram com esta crise valendo-se dos instrumentos tradicionais: redução da taxa básica de juros e leilões de linhas de crédito.

Por sua vez, no episódio do Northern Rock, na Grã Bretanha, ficou claro que os planos de resgate bancário foram nacionais e definidos nas capitais dos países da União Europeia e não em Bruxelas. Mas, em alguns momentos, como em meio ao pânico desencadeado pela falência do Lehman Brothers, os líderes dos 15 países europeus que utilizam o euro como moeda concordaram, em um tempo recorde, na reunião emergencial de 12 e 13 de outubro de 2008, com a adoção de medidas conjuntas para acalmar os ânimos e aliviar a forte restrição ao crédito (*credit crunch*) e a extrema desconfiança dos mercados e dos investidores.

Nessa reunião, governos europeus se comprometeram a liberar uma soma total de € 1,873 trilhão para fortalecer seus setores financeiros. A Alemanha sinalizou que iria emitir até € 400 bilhões em garantias de crédito para os empréstimos interbancários e constituir um fundo de € 100 bilhões para injetar capital nas instituições financeiras e adquirir ativos ilíquidos dos balanços bancários. A França se comprometeu a garantir até € 320 bilhões em empréstimos interbancários e a oferecer € 40 bilhões em novo capital para os bancos. As negociações interbancárias na Holanda puderam contar com € 200 bilhões de garantias do governo, enquanto Espanha, Itália, Áustria, Portugal e Noruega aportaram um total de € 281 bilhões em garantias e capital. Segundo o presidente da França Nicolas Sarkozy, foi uma busca de superar a forte queda de liquidez e as crises de confiança: “O maior risco hoje não reside na audácia, mas sim em não correr riscos” (HALL, 2008).

As decisões dos países da zona euro, em 13 de outubro de 2008, replicavam, em parte, medidas adotadas pela Irlanda, em 30 de setembro, e pela Grã-Bretanha em 8 de outubro. Na versão aplicada pela Irlanda, estas medidas estavam centradas em garantias públicas dadas não somente às contas de poupança e às contas-correntes, mas também às debêntures e outros elementos do passivo dos bancos. “Temos de criar confiança”, disse o ministro das Finanças, Brian Lenihan, de acordo com a *Bloomberg News* (VINA, 2008). “Nós não podemos salvar um banco particular. Isto não seria certo. Decidimos, então, dar uma garantia geral que os bancos podem emprestar em condições de segurança.” No Reino Unido, as medidas compreenderam a nacionalização efetiva de três grandes bancos e uma forte participação acionária em outros.

Embora os membros da zona do euro tenham concordado em seguir orientações gerais comuns, o fato é que todos os pacotes de assistência foram desenvolvidos, financiados e geridos pelas autoridades nacionais, e não por Bruxelas ou pelo BCE. Cada um destes pacotes de resgate nacionais manteve seu formato próprio. Importa sublinhar que nenhum país estendeu garantias gerais a todos os elementos dos passivos bancários, como fez o governo irlandês, com importantes consequências macroeconômicas – que serão tratadas adiante.

À medida que as tensões aumentavam, o BCE elevou os montantes e os prazos dos leilões de linhas de crédito, embora mantivesse suas características gerais e sua concessão mediante leilões (EISENSCHMIDT, HIRSCH e LINZERT, 2009). Após a falência do Lehman Brothers, esta autoridade monetária também foi levada a lançar mão de novos instrumentos, mudando o sistema de leilão a taxas de juros variáveis por atendimento de toda a demanda de recursos com taxas de juros fixas.

Contudo, apesar do uso de novos instrumentos, essas medidas continuaram sendo medidas tradicionais, tanto no seu formato quanto pelo volume de recursos envolvidos, mormente se comparadas às implementadas pelo Fed. Entre 2007 e agosto de 2009, o balanço do Fed aumentou 130%, alcançando US\$ 2,09 trilhões. A composição deste balanço mudou drasticamente, com substancial redução da participação dos títulos públicos e aumento dos títulos privados. Já os ativos no balanço do BCE aumentaram 58%, chegando a € 1,49 trilhão, enquanto sua composição permaneceu relativamente inalterada, com transações de crédito e as tradicionais operações de mercado aberto representando o grosso do crescimento do balanço.

Enfim, a crise financeira mundial levou a maciços pacotes de resgate dos sistemas financeiros, com as taxas de juro básicas dos países desenvolvidos chegando ao piso de uma taxa de juros nominal próxima a zero. Mas, a política monetária, por meio de medidas convencionais e não convencionais, bem como as imensas injeções de liquidez, agiu, apenas, como uma primeira linha de defesa contra a crise, permitindo estabilizar os sistemas financeiros. Apesar desses esforços, a economia mundial permaneceu ameaçada por um risco significativo de pressões deflacionistas, resultando de uma variedade de fatores, como as fortes quedas de preços no mercado de ações e imobiliário, o desejo dos agentes de reconstituir patrimônio e pagar dívidas, a dificuldade de acesso ao crédito e as imensas incertezas sobre o futuro. O mercado de crédito continuou muito contraído, enquanto a demanda agregada e o emprego se enfraqueceram, tornando patente que os mecanismos de transmissão da política monetária tinham ficado muito menos eficazes após a quase implosão dos sistemas financeiros. Juros historicamente baixos e abundância de recursos mediante a compra de ativos pelas autoridades monetárias apenas permitiram que as famílias e as instituições financeiras reduzissem seu imenso grau de alavancagem.

No esforço de conter o aprofundamento da crise, a atenção deslocou-se do resgate de instituições financeiras em dificuldades para a necessidade de sustentar a demanda agregada na mais acentuada queda desde a Grande Depressão na década de 1930. A política fiscal mostrou-se essencial para a recuperação econômica global, ou, no mínimo, para evitar novas quedas do PIB. A declaração final da reunião de novembro de 2008 do G20, em Washington, prometeu “usar medidas fiscais para estimular a demanda doméstica, com efeito rápido”. Em março de 2009, economistas do FMI (FREEDMAN *et al.*, 2009) alertavam sobre a crescente preocupação de que a economia global estivesse se movendo para um período de recessão profunda e prolongada. Em consequência, consideravam que

estímulos fiscais globais são essenciais para suprir a demanda agregada e restaurar o crescimento econômico. O FMI apela para que esses estímulos fiscais sejam adotados em todos os países em que isso seja possível, tanto em economias emergentes, quanto em economias desenvolvidas.

A restrição introduzida pelo FMI referia-se ao fato que,

embora a combinação de política fiscal e a política monetária possam dar contribuição significativa para prevenir um ciclo vicioso de recessão e deflação, alguns países têm restrições de financiamento, enquanto outros são limitados por níveis elevados de dívida.

Com efeito, nesse período havia forte preocupação com a situação de alguns países do Leste Europeu. Após a falência do Lehman Brothers, em setembro de 2008, a restrição dos créditos bancários atingiu países que tinham alta dependência dos empréstimos de bancos internacionais e, sobretudo, europeus, como a Hungria, Polônia, Ucrânia, os países bálticos (Lituânia, Estônia e Letônia), além da Islândia (TURGUT, 2009). Nos países que adotaram planos de estímulo fiscal, é notável que quase todos estes planos tiveram duas etapas: a primeira em final de 2008, após a falência do Lehman, e a segunda quando a crise econômica deu mostras de ser mais profunda que previsto, no primeiro trimestre de 2009. Nos Estados Unidos, em 2008, os contribuintes de menor renda receberam uma devolução extraordinária de impostos, em um total de US\$ 100 bilhões, e as empresas tiveram uma redução temporária de impostos de US\$ 50 bilhões. Já em janeiro de 2009, na presidência de Barack Obama, foi aprovado pelo Congresso um pacote de estímulo fiscal de aproximadamente US\$ 790 bilhões, o American Recovery and Reconstruction Act (ARRA).

Quanto à Europa, a Comissão Europeia apresentou, em novembro de 2008, um plano para enfrentar a crise econômica dos 27 países membros. O plano combinava medidas de curto prazo para estimular a demanda e manter postos de trabalho e de longo prazo para investir em setores estratégicos, no valor de € 200 bilhões, ou 1,5% do PIB da União Europeia, usando os orçamentos nacionais, o orçamento da União Europeia e o do Banco Europeu de Investimento.

As medidas aprovadas incluíam: permissão aos Estados-membros para quebrar o Pacto de Estabilidade e Crescimento<sup>12</sup> por dois ou três anos; incentivos ao investimento na luta contra as alterações climáticas e em edifícios e tecnologias energeticamente eficientes; redução da tributação sobre a tecnologia verde e automóveis ecológicos; além de programas de auxílio à substituição de veículos com motores velhos e poluentes. A comissão propôs igualmente aos governos o aumento temporário dos auxílios desemprego e de sua duração, a elevação dos subsídios às famílias, a redução dos impostos sobre os rendimentos baixos, a diminuição das contribuições sociais pagas sobre os baixos salários pelos empregadores, a concessão de empréstimos bonificados ou garantias de crédito para as empresas e a redução temporária da taxa de Imposto sobre Valor Agregado (IVA) a favor do consumo.

As medidas recomendadas não eram específicas quanto à natureza dos planos nacionais. Alguns planos se centraram no estímulo à demanda (Reino Unido, em menor grau, Espanha, Itália ou o segundo plano alemão), outros insistiram mais nos incentivos à oferta (plano da França e primeiro plano alemão). Os planos nacionais geralmente incluíram medidas para apoiar o crescimento a médio prazo por meio da despesa pública em infraestruturas (redes rodoviária e ferroviária) e de ajudas ao setor imobiliário. Outras medidas implicaram em renúncia fiscal seletiva. O Reino Unido foi o único país que optou por uma redução temporária da taxa normal do IVA, de 2,5 pontos percentuais. Na Alemanha, as contribuições patronais foram reduzidas. A maioria dos planos incluíram medidas de incentivo às pequenas e médias empresas e ao desenvolvimento de fontes de energia renovável.

A recomendação da Comissão Europeia<sup>13</sup> era que os planos nacionais alcançassem perto de 1,2 ponto percentual do PIB. Mas, como se verifica na tabela 1, os pacotes de estímulo fiscal anunciados para 2009 e 2010 só atingiram esta porcentagem nos Estados Unidos e nos países asiáticos, excetuando-se o Japão. O Japão e os demais países do G20 só atingiram este objetivo em 2009, enquanto os países europeus ficaram aquém dele.

---

12. O Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) visa garantir a continuação do esforço de disciplina fiscal, após a introdução da moeda única (o euro), em que os Estados participantes se comprometem a manter uma situação próxima ao equilíbrio (em particular, déficit fiscal de, no máximo, 3% do PIB e dívida pública não superior a 60% do PIB). O PEC abre a possibilidade ao conselho de sancionar um Estado participante que não adote as medidas necessárias para corrigir uma situação de déficit excessivo.

13. Ver *Economic crisis in Europe: causes, consequences and responses*, European Commission, julho de 2009. Disponível em: <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication15887\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15887_en.pdf)>.

TABELA 1  
**Pacotes de estímulo fiscal anunciados para 2009 e 2010**  
 (Em % do PIB)

	2009	2010
Estados Unidos	1,9	2,9
Corte de impostos	0,9	1,2
Infraestrutura	0,3	0,8
Outros	0,6	1,0
Zona do euro	0,9	0,8
Corte de impostos	0,3	0,3
Infraestrutura	0,4	0,0
Outros	1,0	0,2
Japão	1,4	0,4
Corte de impostos	0,1	0,1
Infraestrutura	0,3	0,1
Outros	1,0	0,2
Ásia, excluindo o Japão	1,5	1,3
Corte de impostos	0,1	0,1
Infraestrutura	1,1	0,0
Outros	0,3	1,2
Outros países do G20	1,1	0,3
Corte de impostos	0,5	0,1
Infraestrutura	0,2	0,1
Outros	0,4	0,1
Total (ponderado pela paridade do poder de compra)	1,4	1,3
Corte de impostos	0,4	0,4
Infraestrutura	0,5	0,2
Outros	0,5	0,7

Fonte: Freedman *et al.* (2009).

Apesar de os estímulos fiscais na Europa serem os menores em termos de porcentagem do PIB, em março de 2009, os dirigentes dos países europeus, reunidos em Bruxelas, rejeitaram os apelos dos Estados Unidos para que fosse feito mais em apoio à economia mundial, seja por meio de cortes de impostos, seja pelo aumento dos gastos públicos ou, ainda, pelo reforço da ajuda aos países do Leste Europeu (WALKER e COHEN, 2009). Alguns dias mais tarde, foi a vez do primeiro-ministro tcheco Mirek Topolánek, então assumindo a presidência da União Europeia, de qualificar o plano de incentivos fiscais do presidente Barack Obama como “a estrada para o inferno” que os governos da União Europeia deviam evitar (WHITE, 2009). Tinham início, assim, as divergências de análises e de política macroeconômica que têm marcado o período pós-crise.

### 3 RECUPERAÇÃO ECONÔMICA E DIVERGÊNCIAS

A crise financeira acarretou, a partir de setembro de 2008, a paralisação das operações interbancárias e a desconfiança dos investidores nos sistemas financeiros,

resultando em movimentos de pânico nos mercados de ações, de câmbio, de derivativos e de crédito em âmbito global. Em seu ápice, bancos e economistas clamavam em alto e bom som pela injeção de trilhões de dólares no “salvamento” de Wall Street e demais praças financeiras dos países desenvolvidos. Em um primeiro momento, a criação de nova dívida e a geração de déficits públicos foram aplaudidas pelos agentes dos mercados financeiros e pelos investidores. Governos e bancos centrais passaram a realizar elevados volumes de injeções de capital público na forma de assistência de liquidez às grandes instituições, garantias a depositantes e credores, aportes de capital em instituições financeiras, além de lançar mão de vastos recursos fiscais para reanimar suas economias, no intuito de evitar uma repetição da Grande Depressão.

Com isso, a imensa alavancagem do sistema financeiro foi, em boa parte, substituída por um aumento da alavancagem do setor público. Contudo, à medida que, a partir do segundo trimestre de 2009, a forte recuperação dos preços dos ativos<sup>14</sup> e dos lucros da maior parte das instituições financeiras fomentou a percepção dos participantes dos mercados financeiros do retorno ao *business as usual*, as convicções neoliberais voltaram a se afirmar. Por um lado, aumentou o poder de barganha e de *lobby* dos que se opõem às reformas da supervisão e regulação financeira. Por outro lado, as atenções dos agentes dos mercados financeiros voltaram-se para os desequilíbrios fiscais e os estoques de dívida pública, em uma dinâmica perversa em que as expectativas privadas e a supremacia dos mercados transformaram uma crise financeira privada em uma crise financeira pública.

Já no primeiro semestre de 2009, começaram a surgir algumas críticas às políticas anticíclicas. Mas foi no segundo semestre de 2009 que as convicções conservadoras voltaram a se afirmar com força. Elas acabaram tendo maior importância na política econômica em alguns países que em outros. Desta forma, longe de constituir um consenso, o ressurgimento das ideias conservadoras provocou acentuadas divergências nas políticas econômicas “pós-crise” das economias desenvolvidas.

Uma das mais arraigadas convicções do conservadorismo é que, na sociedade capitalista, o Estado é apenas uma ferramenta de proteção, que não

---

14. É importante sublinhar que, em contraposição à recuperação dos preços dos ativos financeiros, os preços dos imóveis nos Estados Unidos continuam caindo – segundo o *Zillow Home Value Index* (um dos índices americanos mais usados). Em novembro de 2010 (53<sup>a</sup> mês consecutivo de queda, ou seja, quatro anos e meio), a perda acumulada foi de 26%, desde seu pico em junho de 2006, igual ao declínio visto entre 1928 e 1933. O número de execuções de hipotecas continua a crescer, enquanto cai o número de moradias vendidas nos Estados Unidos, após o fim dos créditos fiscais aos compradores. Sem novos apoios do governo, há grandes chances de os preços caírem mais, levando a mais calotes, algo que, por sua vez, “derrubaria muito os preços das ações de bancos” (Webb, 2011). Na Europa, a situação dos preços dos imóveis tende a ser bastante semelhante à americana, com fortes quedas na maioria dos países e algumas altas localizadas em cidades como Londres ou Paris.

deve exceder suas funções, invadindo a esfera da liberdade e da propriedade. Estado e mercado são considerados como antagônicos e irreconciliáveis, o que leva a negar ao Estado o *status* de agente econômico. Na teoria econômica, sua representação está, de um lado, na análise dos economistas novoclássicos sobre a ineficiência da política macroeconômica (SARGENT e WALLACE, 1975; 1976) e, de outro lado, nos defensores da chamada “contração fiscal expansionista” (BARRO, 1998; GIAVAZZI e PAGANO, 1990). Os primeiros justificam uma redução do papel do Estado na economia pela ineficiência das políticas macroeconômicas resultante de sua análise da capacidade dos agentes de antecipá-las (expectativas racionais) e, por conseguinte, neutralizar seus efeitos (WALTERS, 1971; LUCAS JUNIOR, 1972). Em decorrência, recomendam que a política monetária, única política macroeconômica que consideram, seja pautada pela adoção de regras fixas e transparentes. Os segundos preconizam uma redução do tamanho do Estado, porque consideram que uma forte e prolongada redução da despesa pública induziria um aumento do consumo privado (AFONSO, 2007). Já um aumento de gastos públicos pode, segundo eles, lançar dúvidas sobre a sustentabilidade da política fiscal e sobre o nível da relação dívida/PIB, suscitando um aumento da poupança e uma redução do consumo do setor privado. Outra manifestação do conservadorismo econômico, representativa da ainda importante influência dos economistas neoclássicos, é a importância atribuída à estabilidade de preços, não como temor à deflação, mas como uma imperativa necessidade de reagir a aumentos de preços com elevação da taxa básica de juros, sem levar em conta nem as perspectivas de crescimento econômico, nem as razões da elevação de preços.

A zona do euro mostrou-se mais suscetível ao ideário conservador. Os Estados Unidos, por sua vez, em função de sua própria experiência na década de 1930, decidiram manter e até mesmo reforçar as políticas anticíclicas enquanto pairassem ameaças de deflação consubstanciadas em elevadas taxas de desemprego. Com efeito, nos Estados Unidos, as mesmas convicções conservadoras tinham se expressado na Grande Depressão, quando, em 1936, os principais indicadores econômicos recuperaram os níveis do final da década de 1920 (exceto o desemprego, que se manteve elevado em 11%)<sup>15</sup> e, na primavera de 1937, a produção industrial americana superou a de 1929. O foco dos economistas conservadores e dos políticos mudou então para preocupações sobre os riscos de inflação futura e para a necessidade de retorno a um orçamento equilibrado, já que a relação da dívida pública com o PIB tinha passado de 16% em 1929 para 40%, em 1937.

---

15. Embora consideravelmente menor que a taxa de desemprego de 25%, observada em 1933.



Em junho de 1937, a administração do presidente Roosevelt decidiu cortar gastos e aumentar impostos, na tentativa de equilibrar o orçamento federal. O orçamento federal voltou a estar próximo do equilíbrio em 1938, após aumentos nas alíquotas do imposto de renda, em 1936, e a introdução de um imposto sobre a previdência social, a partir de janeiro de 1937. Houve também um corte nos gastos públicos (KRUGMAN, 2009). Segundo estimativas de Peppers (1973), o resultado foi um aperto fiscal discricionário de mais de 3% do PIB. Pelo lado monetário, uma nova política de esterilização da entrada de ouro foi adotada em dezembro de 1936, e os depósitos compulsórios dos bancos foram dobrados, entre agosto de 1936 e maio de 1937.

A economia americana voltou a sofrer uma brusca retração, cuja duração estendeu-se pela maior parte de 1938, com um declínio próximo a 11% no PIB real. A taxa de desemprego saltou de 14,3%, em 1937, para 19,0%, em 1938, passando de 5 milhões para mais de 12 milhões no início de 1938. A produção industrial caiu 37% desde o pico de 1937; o investimento, mais de 50%; enquanto os preços das ações caíram mais de 40%. A inflação cessou e os preços voltaram a cair.

Os economistas keynesianos atribuem a responsabilidade dessa recaída aos cortes nos gastos federais e ao aumento de impostos. À medida que a depressão acentuava-se, Franklin D. Roosevelt adotava medidas destinadas a reavivar a economia, como a intensificação das obras públicas, os subsídios à agricultura, a diminuição da jornada de trabalho e medidas de regulação do mercado financeiro. Segundo os keynesianos, as medidas de Roosevelt tiveram efeitos positivos na economia, mas ele nunca gastou o suficiente para acabar com a Grande Depressão até a Segunda Guerra Mundial. Embora a economia americana tenha se recuperado em meados de 1938, o emprego só voltou ao nível de 1937 no começo da guerra, em final de 1941. Para os monetaristas, principalmente Milton Friedman, o *double dip* deveu-se ao aperto, pelo Fed, da oferta monetária em 1936 e 1937.

As maciças intervenções dos governos e dos bancos centrais, no período de agravamento da atual crise financeira, fizeram com que a imensa alavancagem do sistema financeiro fosse, em boa parte, substituída por uma elevação da alavancagem do setor público. Ademais, como mostrou um relatório do FMI (2010), os déficits fiscais também se elevaram, em função da acentuada redução das receitas, decorrente da queda do nível de atividade econômica.

### 3.1 Europa e a retomada da ortodoxia

À medida que boa parte dos indicadores (com exceção dos níveis de emprego e dos preços dos imóveis) passou a sinalizar uma recuperação, as convicções neoliberais voltaram a se afirmar e encontraram terrenos férteis para se expandir.

Um dos primeiros estopins, já no final de 2008, foi o *sudden stop* dos empréstimos bancários para os países bálticos (Lituânia, Estônia e Letônia) e a Islândia, que tinham alta dependência dos empréstimos de bancos internacionais e, sobretudo, europeus. Foi-lhes prescrita, pelo FMI e pela União Europeia, uma política econômica de deflação, que resultou em forte recessão, mais aguda nos países bálticos – que se recusaram a desatrelar suas taxas de câmbio do euro – do que na Islândia. Porém, tanto pelo tamanho diminuto destas economias quanto pelo fato que elas tinham se financiado através de empréstimos bancários, não houve forte impacto destas crises nos mercados, salvo nos preços das ações dos bancos credores.

O estopim posterior foi a deterioração da situação fiscal de diversos países. Em alguns casos, o período de *boom* ou de bolha anterior havia ocultado muitas mazelas econômicas e encorajado o aumento do ritmo dos gastos públicos. Mas, em outros casos, as origens desta deterioração generalizada de controle fiscal estavam diretamente ligadas à crise financeira: custo fiscal das operações de resgate financeiro (tabela 2), perdas de receitas causadas pela recessão e renúncias fiscais discricionárias tomadas para estimular a atividade econômica.

TABELA 2  
**Socorro público a instituições financeiras e custo líquido**  
 (Em % do PIB)

	Auxílio direto	Fundos recuperados	Custo líquido
Bélgica	4,3	0,2	4,1
Irlanda	30,0	1,3	28,7
Alemanha	10,8	0,1	10,7
Grécia	5,1	0,1	5,0
Holanda	14,4	8,4	6,0
Espanha	2,9	0,9	2,0
Reino Unido	7,1	1,1	6,0
Estados Unidos	5,2	1,8	3,4
Média	6,4	1,6	4,8
<b>Total (em US\$ bilhões)</b>	<b>1.528</b>	<b>379</b>	<b>1.149</b>

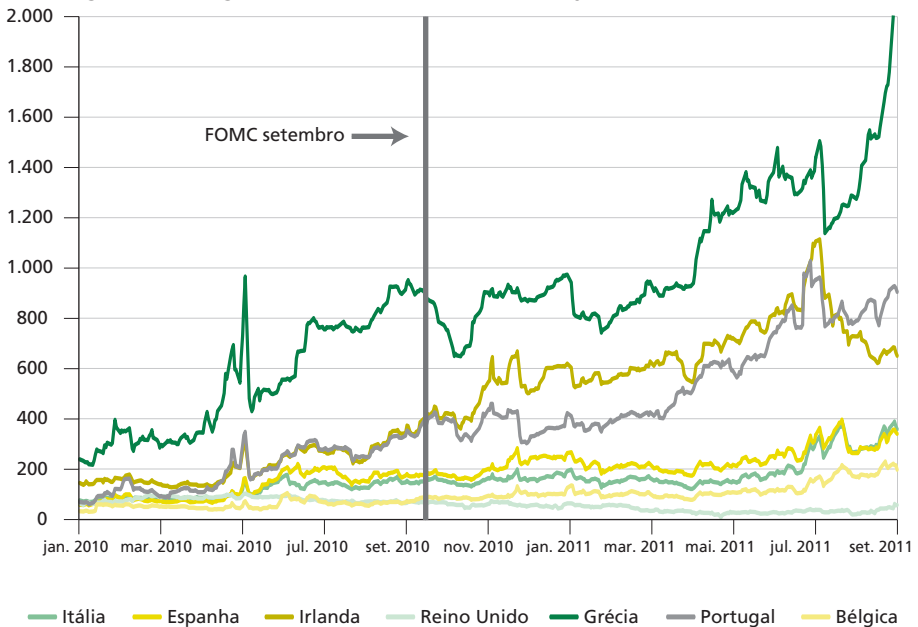
Fonte: FMI (2011b).

O primeiro país que teve de tornar públicas suas dificuldades fiscais foi o badalado Dubai que, ao final de 2009, somente evitou a moratória da dívida de US\$ 60 bilhões de seu fundo soberano graças ao socorro do governo de Abu Dhabi, país vizinho de Dubai e membro do grupo dos Emirados Árabes Unidos (EAU). Pouco tempo depois, em final de 2009, foi a vez de a Grécia ficar na berlinda. Antes da crise, seu déficit orçamentário e a relação de sua dívida com o PIB

já eram superiores ao prescrito pelo Tratado de Maastricht. Muitos destes dados estavam “escondidos” por uma “contabilidade criativa”. Além disso, a perda de competitividade de sua economia tinha levado a um forte aumento do déficit em conta-corrente. A eleição de novo governo durante a crise trouxe revelações sobre a forte deterioração do déficit e da dívida pública da Grécia, entre 2006 e 2009, que tiveram de ser revistos com uma alta considerável.

GRÁFICO 2

Diferencial de juros – títulos de dez anos: Itália, Espanha, Portugal, Irlanda, Grécia, Inglaterra e Bélgica sobre títulos da dívida alemã (jan. 2010-maio 2011)



Inicialmente concentrada na Grécia, a pressão dos mercados se estendeu a países como Portugal, Irlanda e Espanha, em que a queda de receita decorrente da crise e os gastos realizados para atenuar seu impacto no sistema bancário e no nível de emprego tinham sido mais importantes.<sup>16</sup> Os mercados financeiros passaram a exigir juros cada vez mais elevados para refinarçar os débitos destes países (tabela 3).

16. Foi inclusive criado o acrônimo pejorativo de PIGS (ou PIIGS que inclui também a Itália) para designar este conjunto de países.

TABELA 3  
**Dívidas públicas e déficits orçamentários em 2010**  
 (Em % do PIB)

País	Dívida pública bruta	Déficit orçamentário primário
Estados Unidos	91,6	-10,6
Inglaterra	77,2	-10,4
Bélgica	97,1	-1,3
França	81,8	-7,0
Alemanha	80	-3,3
Grécia	142	-3,2
Irlanda	96,1	-29,7
Itália	119	-4,5
Portugal	83,3	-4,6
Espanha	60,1	-9,2

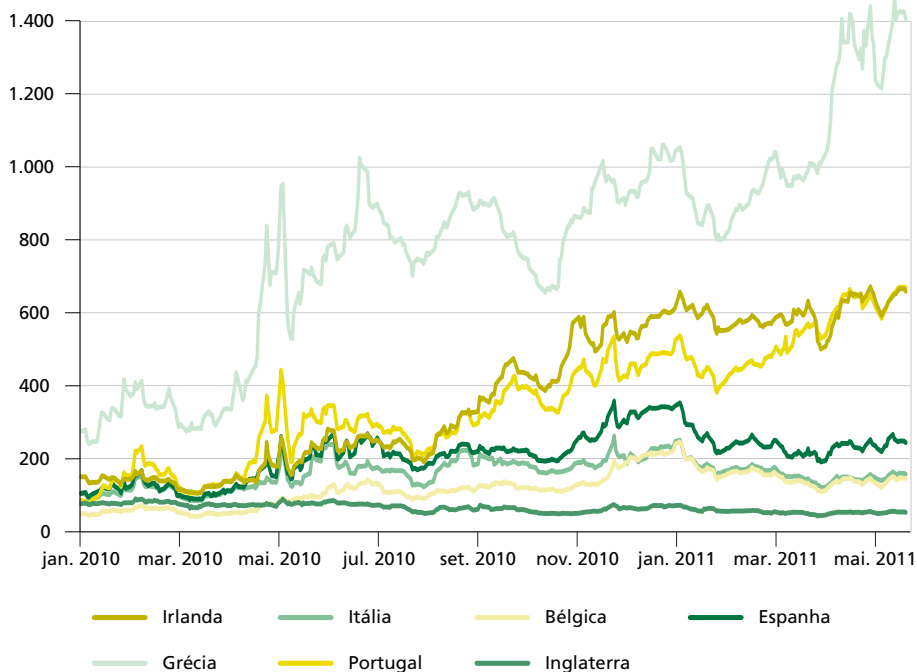
Fonte: FMI (2011b).

Configurou-se assim, no primeiro trimestre de 2010, um ataque especulativo contra o euro, que se expressava tanto por forte depreciação da moeda única europeia quanto por um acentuado aumento das posições em derivativos de crédito —<sup>17</sup> tendo, por ativo subjacente, os títulos das dívidas soberanas dos países da União Monetária Europeia — e a forte alta de seus preços (gráfico 3).

17. O principal derivativo de crédito é o *credit default swap* (CDS), com mais de 90% do mercado, que é negociado no mercado de balcão. Este derivativo precifica o custo de se obter um “seguro” contra a possibilidade de inadimplência, com o comprador de proteção pagando um prêmio ao vendedor de proteção que, por um período predeterminado, assume o risco de crédito de um título. Estes derivativos voltaram a estar no centro das atenções, tal qual em 2008 e 2009, tanto em função da demora na aprovação das medidas de reforma da supervisão e regulação financeira quanto porque eles se têm firmado como um instrumento de precificação do risco de inadimplência, considerado por muitos investidores mais confiável que as notas atribuídas pelas agências de *rating*.

GRÁFICO 3

*Credit default swaps (CDS) de cinco anos em pontos base: Itália, Espanha, Portugal, Irlanda, Bélgica, Grécia e Inglaterra (jan. 2010-maio 2011)*



Fonte: Bloomberg (apud FRBA, 2010).

Essa reação dos mercados pôs em xeque um dos pressupostos dos acordos de Basileia, segundo o qual, títulos públicos não têm riscos e, portanto, não é necessário manter reservas de capital para eles. Ela também marca, pela primeira vez no que concerne às economias desenvolvidas, a rejeição pelas carteiras privadas do “efeito de portfólio” do déficit público, descrito por Minsky (1986). Por este efeito, a emissão de dívida pública em um período de crise ajuda a estabilizar a economia, porque provê os agentes privados com ativos seguros. Neste contexto, as políticas macroeconômicas contracíclicas foram abandonadas pelos países europeus que definiram a volta ao equilíbrio fiscal como sua grande prioridade. Tal prioridade não ficou confinada aos países da zona do euro, que permaneceram na linha de mira dos mercados como a Grécia, Portugal, Irlanda e Espanha. Ela se estendeu a outros países não visados pelos mercados, como a Alemanha e a França, bem como a países que, embora pertençam à Comunidade Europeia, não aderiram à moeda única, como a Inglaterra e a Hungria (tabela 4). A convergência dos objetivos macroeconômicos para a busca do equilíbrio fiscal nos países europeus exprimiu-se pela adoção de políticas de forte restrição fiscal. Ela indica que estes países consideram a crise ultrapassada e é significativa ante o fato de que as ideias conservadoras recuperaram boa parte do terreno perdido durante a crise.

Diante de persistentes e elevados déficits fiscais, os países da União Europeia adotaram medidas plurianuais para os reduzi de maneira significativa. Alargamento da base de impostos (Alemanha), congelamento da massa salarial (Itália), reforma da previdência (França e Espanha), cortes nas despesas e aumento do IVA (Espanha) devem contribuir para essa redução, além da retirada de estímulos adotados no auge da crise e menor impacto dos estabilizadores automáticos. Por imposição do FMI e da União Europeia, Grécia, Irlanda e Portugal tiveram de adotar uma dura consolidação fiscal como medida destinada a reforçar a credibilidade dos seus planos de ajuste macroeconômico. No Reino Unido, os cortes nos gastos discricionários e um aumento do IVA são os principais fatores de uma redução projetada no déficit de 1,75% do PIB, o maior ajuste entre as principais economias avançadas. Por seu turno, vários países europeus reduziram os salários dos funcionários públicos: 2,5% na Alemanha, 5% na Espanha, 10% em Portugal (para quem ganha acima de € 1.500), 13% na Irlanda, 2% na Grécia, 25% na Romênia, chegando a até 50% na Letônia (MOREIRA, 2011).

TABELA 4  
Medidas plurianuais anunciadas de ajuste fiscal

Países	Magnitude	Meta do ajuste
Alemanha	€ 80 bilhões em quatro anos	déficit fiscal abaixo de 3% do PIB em 2013
Espanha	€ 15 bilhões em 2010	déficit fiscal abaixo de 6% do PIB em 2011
França	€ 100 bilhões em quatro anos	déficit fiscal de 3% do PIB em 2013
Grécia	€ 30 em três anos	déficit fiscal de 3% do PIB em 2014
Irlanda	n. d.	déficit fiscal de 2,9% do PIB em 2014
Itália	€ 24 bilhões até 2012	déficit fiscal abaixo de 3% do PIB em 2013
Portugal	n. d.	déficit fiscal de 3% do PIB em 2014
Reino Unido <sup>1</sup>	£ 113 bilhões em quatro anos	levar o orçamento corrente do governo (que exclui os investimentos líquidos) ao equilíbrio até 2015

Fonte: Bloomberg (*apud* FRBA, 2010).

Nota: <sup>1</sup> Inclui as novas medidas anunciadas pela coalisão conservadora, eleita pouco tempo antes, em junho de 2010.

Não é por acaso que as pressões dos mercados financeiros concentraram-se especialmente na zona do euro. Por problemas relativos à sua concepção e implantação, há muito denunciados pelos “eurocéticos”, a moeda única europeia e uma mesma política monetária devem servir a economias muito diversas, além de não dispor de mecanismos de ajuste que permitam absorver choques.

No prolongamento da crise financeira, verificou-se que os países que se encontram em situação de fragilidade, não sendo emitentes do euro (prerrogativa absoluta do Banco Central Europeu), não têm a possibilidade de promover uma desvalorização cambial que restabeleceria a competitividade internacional de sua economia e/ou de emitir moeda para pagar suas dívidas, consubstanciadas em títulos denominados na moeda única europeia. Para os que podem saldar suas dívidas com sua própria moeda, as opções de políticas macroeconômicas são mais

variadas: promover o crescimento econômico (levando a receita a se elevar), desvalorizar suas moedas ou aceitar que a inflação reduza o valor real da dívida pública.

Nos países que adotaram a moeda única europeia, a redução do endividamento público tem sido buscada por meio da penosa e pouco efetiva via de um severo ajuste fiscal com aumento de impostos e cortes dos gastos públicos. Contudo, ajustes fiscais desta magnitude criam círculos viciosos, porque induzem quedas acentuadas da atividade econômica, acarretando reduções das receitas fiscais e a ampliação do déficit fiscal.

A demora da União Europeia em prontificar-se a auxiliar a Grécia também explicitou as dificuldades de seu arranjo institucional em que não há, por definição, um mecanismo de ajuste pela taxa de câmbio, mas tampouco um emprestador de última instância. Com efeito, os estatutos da União Monetária Europeia não contemplam esta função do BCE.<sup>18</sup> Para que uma moeda única funcione nestas condições, deveria existir um espaço fiscal comum, já que dívidas públicas e privadas das nações que a compartilham representam compromissos futuros expressos nesta moeda. Seria este espaço comum que direcionaria fundos a um determinado país da zona comum em caso de choques adversos, já que a absorção do choque não pode ser feita pela taxa de câmbio, que criaria o risco de grandes flutuações macroeconômicas. Mas, no momento da criação da moeda única, os países que passaram a adotá-la não conseguiram chegar a um acordo sobre estes pontos. Estas deficiências decorrentes da combinação de moeda única e políticas econômicas nacionais relativamente autônomas, adotadas quando da criação do euro, só vinham sendo apontadas pelos chamados “eurocéticos”.

As autoridades europeias valeram-se, por vários meses, do argumento da não existência de um organismo que pudesse socorrer a Grécia e os países que, posteriormente, passaram a ser alvo da desconfiança dos mercados para justificar sua inação. Neste período, a situação grega foi enormemente agravada por reiteradas declarações públicas de representantes dos principais países da zona do euro – Alemanha e, em menor medida, França – recusando-se a socorrer o país e considerando, inclusive, a possibilidade de um *default*, caso não fosse adotada uma restrição fiscal draconiana. Tais declarações públicas tinham por objetivo não desagradar aos eleitores que se posicionavam claramente contrários a novas despesas fiscais de socorro financeiro seja para bancos ou para outros países. Contudo, elas só pioraram as expectativas e suscitaram fortes reações dos agentes de mercado, levando a um forte aumento da percepção de riscos e a uma acentuada elevação das taxas de juros demandadas pelos investidores para aceitar financiar este país (gráfico 2), em um episódio semelhante aos *sudden stops* de fluxos de

---

18. Ao BCE foi dado, pelo tratado de Maastricht, um mandato único: manter a estabilidade de preços. Porque não podiam conceber um evento que provocasse um colapso no sistema de pagamentos em si, os autores do Tratado de Maastricht não deram ao BCE o mandato legal de agir como um “emprestador de última instância” em tempos de crise. Tampouco, foi confiado ao banco a tarefa de supervisionar e regulamentar as instituições financeiras da Europa.

capitais, que atingiram as economias emergentes na década de 1990. Caso tivesse de pedir financiamento com essas elevadas taxas de juros, a Grécia seria levada à inadimplência. A União Europeia só abandonou o discurso liberal quando a situação se agravou a ponto de a sobrevivência da moeda única europeia ser posta em questão pelos mercados e por economistas, como o ex-presidente do Fed, Paul Volcker (CLARK, 2010).

Em maio de 2010, vários meses após o início da chamada “crise soberana”, a União Monetária Europeia (UME) decidiu criar um fundo temporário de resgate de € 700 bilhões, o European Financial Stability Facility (EFSF), destinado a socorrer tanto a Grécia quanto outras economias europeias que também tinham passado a ser consideradas frágeis. Por sua vez, o Banco Central Europeu anunciou que aceitaria os títulos públicos de todos os países da UME como colateral para empréstimos. O EFSF passou a ser o prestador de última instância da economia europeia.

As exigências da Alemanha se refletiram em três importantes aspectos. O primeiro condicionava o acesso aos recursos desse fundo a drásticas medidas fiscais. Assim, em contrapartida a um aporte de € 110 bilhões (€ 80 bilhões provenientes do fundo europeu, e o restante do FMI), o governo grego teve de aceitar realizar, em três anos, um esforço fiscal equivalente a 11% do PIB. O segundo impunha o pagamento de juros próximos a 5%, pouco inferiores aos então demandados pelos mercados e bem mais elevados que o custo de financiamento dos demais países do UME. Conforme sublinhado por Belluzzo (2010),

na impossibilidade de uma desvalorização cambial, o ajustamento *made in Germany* vai requerer, além do corte de gastos, a redução de salários nominais, tanto no setor público como no privado. Isso tudo, dizem os alemães, para restaurar a competitividade dos combalidos compradores de seus produtos e devedores de seus bancos.

Finalmente, o terceiro aspecto previa que, já a partir de 2012, a Grécia seria capaz de se dirigir aos mercados para captar os recursos necessários à rolagem de sua dívida.

A aprovação desse plano provocou verdadeiro tumulto social na Grécia, além de interrogações sobre a eficácia das medidas prescritas que devem levar a uma forte recessão e, por conseguinte, reduzir ainda mais as receitas públicas. Mas, ela trouxe alívio aos mercados, que se convenceram de que a sobrevivência da moeda única não estava em questão. Alguns analistas chegaram a afirmar: “acreditamos que a zona do euro como um todo poderá sair desta crise mais forte que entrou, se se usar esta oportunidade para corrigir a falha de design em seu âmago: a ausência de uma mínima ‘Europa fiscal’” (BUITTER e GREECE, 2010).

A menor aversão dos mercados financeiros ao euro traduziu-se por nova valorização de sua taxa de câmbio. Os episódios seguintes de retração de fluxos de



capitais para economias da região não chegaram a provocar novas desvalorizações da moeda única europeia. Pelo contrário, ela continuou mais apreciada que no primeiro trimestre de 2010, o que tem tornado ainda mais difícil a recuperação da competitividade internacional das economias mais fragilizadas da região.

Um mês após a aprovação do EFSE, em junho de 2011, foi a vez de a Irlanda ficar na berlinda (ou, como se costuma dizer, tornar-se “a bola da vez”). Por muito tempo apresentado como modelo das virtudes da liberalização, o “Tigre Celta” tinha, até 2007, uma das dívidas públicas mais baixas da União Europeia e a maior taxa de crescimento entre os países que adotam a moeda única. Além disso, a Irlanda tinha conseguido alcançar o segundo maior PIB *per capita* da Europa, atrás de Luxemburgo. O dinamismo da economia irlandesa repousava sobre as falhas da construção institucional da União Europeia, que não prevê a harmonização fiscal entre os países membros. A Irlanda optou por se posicionar na Europa como um paraíso fiscal, de forma perfeitamente legal e com pleno respeito de suas regras, ao fixar o imposto sobre as pessoas jurídicas em 12,5% (contra 30% aplicados na Alemanha, e 34% na França). Muitas empresas, sobretudo as grandes multinacionais, localizaram suas sucursais e até suas matrizes na Irlanda para beneficiar-se desta generosidade.

Essa escolha decisiva, junto a uma política de formação de mão de obra qualificada, produziu os efeitos desejados. Os fluxos de capitais internacionais passaram, rapidamente, a prevalecer sobre a poupança nacional. Entre dezembro de 2004 e dezembro de 2007, as entradas de recursos atingiram cerca de € 22 bilhões de euros anuais, contra € 18,8 bilhões de depósitos domésticos (CORIAT, 2010). Este afluxo resultou em um excesso de liquidez, fomentando a formação de uma bolha no setor imobiliário

O setor bancário e financeiro expandiu-se de forma acentuada em duas décadas, até se tornar um complexo totalmente superdimensionado para as necessidades e as oportunidades da economia local. Além de oferecer crédito no território nacional, os bancos irlandeses passaram a financiar o setor imobiliário em outras partes da Comunidade Europeia, em particular o Reino Unido. Desta forma, os ativos dos bancos irlandeses tornaram-se muito maiores em relação à economia do país que os bancos nos Estados Unidos ou os dos demais países (tabela 5).

TABELA 5  
Tamanho relativo do setor bancário

Sistema bancário	Ativos/PIB (em %)
Irlandês	913
Inglês	653
Suíço	507
Dinamarquês	443
Francês	410
Holandês	384
Austriaco	367

(Continua)

(Continuação)

Sistema bancário	Ativos/PIB (em %)
Belga	327
Espanhol	316
Português	310
Alemão	299
Sueco	293
Italiano	242
Grego	193
A título de comparação:	
Australiano	186
Canadense	178
Japonês	171
Americano	92
Turco	69

Fonte: dados nacionais compilados pelo Deutsche Bank Research (2010).

No entanto, após o estouro da crise nos Estados Unidos, os bancos irlandeses tiveram de ser resgatados pelo Estado em função de suas imensas dívidas. Após a falência do Lehman Brothers, em setembro de 2008, o governo irlandês foi o primeiro a decidir dar garantias públicas a seus bancos. Mas, houve uma diferença fundamental entre a ajuda irlandesa e os posteriores resgates bancários nos Estados Unidos e em outros países. A Irlanda garantiu não apenas as contas de poupança e as contas-correntes, mas o conjunto das dívidas bancárias, incluindo os títulos vendidos pelos bancos aos investidores. Esta decisão acabou levando a Irlanda a nacionalizar quatro dos seis maiores bancos do país. Não podendo emitir moeda (prerrogativa absoluta do BCE), o socorro da Irlanda a seus bancos teve impacto direto nas finanças públicas e contribuiu para um déficit público próximo a 30% do PIB em 2010 (tabela 3).

À medida que o governo irlandês era levado a aportar mais e mais recursos para seu sistema bancário, a desconfiança dos mercados financeiros foi aumentando. Tal movimento foi reforçado pelas agências de *rating*,<sup>19</sup> que reduziram a classificação de risco de crédito da Irlanda – em foco desde julho de 2010 –, e pelos especuladores – tanto no mercado de títulos públicos quanto no de CDS –, elevando o custo de captação do país e o de proteção contra seu *default*. Esta atitude das agências de *rating* comprova seu caráter pró-cíclico, deteriorando ainda mais as expectativas dos mercados e com isso dificultando a resolução dos problemas ao criar obstáculos à captação do país. O mercado de CDS também contribuiu elevando o preço de um seguro contra inadimplência da Irlanda a novos picos a cada alteração nas notas.

A situação irlandesa complicou-se ao ponto de levar seu governo a pedir a intervenção da UE e do FMI, sabendo de antemão que teria de aceitar exigências de um ajuste fiscal extremamente rigoroso. Em 29 de novembro de 2010, seis

19. O primeiro rebaixamento foi feito pela Moody's em 19 de julho de 2010, de Aa1 para Aa2, seguida ainda pela Standard & Poor's, em 24 de agosto, para AA- e, por último, pela Fitch, no dia 6 de outubro, para A+. Outros rebaixamentos sucederam-se até a notação BBB+ em 1ª de abril de 2011.

meses após a Grécia, o país obteve um auxílio de € 85 bilhões (€ 45 bilhões dos governos europeus, € 22,5 bilhões do FMI e € 17,5 bilhões das reservas em divisas da Irlanda, bem como de seu fundo nacional de pensões). Para obter este auxílio, a Irlanda teve de aceitar pagar juros de 5,8% ao ano e comprometer-se a cumprir a exigência hercúlea de reduzir seu déficit público – que, incluído os aportes ao sistema bancário, atingiu 32% em 2010 – para 3% em 2015.

#### QUADRO 1

##### A quebra dos bancos na Islândia: outra resposta macroeconômica

A evolução da crise da Islândia tem sido, frequentemente, comparada com a da Irlanda, na medida em que tanto as respostas dadas à crise quanto a consequente evolução de suas economias foram muito distintas. Esta comparação, por mais interessante que seja, não pode deixar de levar em conta o fato de que a economia islandesa é muito menor, além de dispor de sua própria moeda.

Nos anos que antecederam à crise financeira, os bancos islandeses expandiram-se ao extremo, ao atrair depositantes estrangeiros com altas taxas de juros e colocar o dinheiro em empréstimos arriscados. Quando a crise eclodiu em 2008, os três grandes bancos da Islândia eram dez vezes maiores que a economia do país.

No final de setembro de 2008, foi anunciado que o banco Glitnir seria nacionalizado. Mas, nas semanas seguintes, a Autoridade de Supervisão Financeira colocou os dois outros maiores bancos da Islândia em liquidação. O governo da Islândia não foi intencionalmente mais ousado ou mais inteligente que os demais. Ele simplesmente considerou que não podia se dar ao luxo de ajudar o conjunto de seus bancos, em função de seu tamanho desmesurado em relação à economia.

No processo de liquidação judicial, os depósitos domésticos e os empréstimos foram transferidos, com desconto, para bancos novos constituídos com capital de cerca de US\$ 2 bilhões em dinheiro dos contribuintes. Mas, os títulos emitidos por bancos estrangeiros e a dívida externa contraída pelas instituições originais ficaram na massa falida. Grã-Bretanha e Holanda têm pressionado a Islândia para cobrir cerca de US\$ 6 bilhões perdidos por depositantes britânicos e holandeses em 2008. Entrementes, os governos destes dois países reembolsaram seus cidadãos, antecipando que a Islândia acabaria por ceder à suas exigências. Por duas vezes, o governo daquele país aceitou estas demandas, apesar do fato de que o montante é de cerca de 45% do seu PIB. Mas, por duas vezes, os contribuintes rejeitaram, em referendo, qualquer acordo.

Os impactos macroeconômicos da crise foram consideráveis. A moeda islandesa perdeu metade do seu valor contra o euro em 2008. Um empréstimo de US\$ 2 bilhões do FMI conseguiu evitar um colapso completo, mas a economia ainda teve uma queda de 7% de seu PIB em 2009, e a taxa de desemprego quadruplicou. A dívida pública deverá atingir cerca de 100% do PIB em 2011, um aumento de 42% em relação ao registrado três anos antes.

Contrariamente às expectativas sobre a evolução da economia da Irlanda, o FMI espera que a Islândia cresça 2,5% por cento em 2011, o desemprego está caindo e suas exportações estão se recuperando acentuadamente em decorrência da desvalorização de sua moeda.

Elaboração da autora.

Um dia depois, dezenas de milhares de manifestantes marcharam em Dublin para denunciar os cortes no orçamento. A pressão pública e a ruptura do Partido Verde com o governo – considerado responsável pelas extensas garantias dadas ao sistema bancário da Irlanda, levando ao colapso das finanças públicas, à recessão e à um desemprego próximo de 14% – levaram a eleições antecipadas em fevereiro de 2011. A impopularidade das drásticas medidas a serem tomadas resultou na vitória da oposição. Em sua campanha eleitoral, o novo primeiro-ministro, Enda Kenny, engajou-se na luta para obter condições menos drásticas de auxílio financeiro.

Em 15 de abril de 2011, um novo memorando de entendimento foi firmado entre as partes, fruto de duas semanas de revisão da situação irlandesa, prevendo, entre outros avanços, um aumento de € 1 do salário mínimo, que volta ao nível que tinha antes do pacote de resgate oferecido em novembro de 2010.

Esta revisão do salário mínimo é considerada crucial para estimular a geração de emprego. Mas, a renegociação do restante do pacote de auxílio se anuncia difícil, já que os valores inicialmente acordados poderão se revelar insuficientes.

Com efeito, um mês após a realização das eleições, “testes de estresse”<sup>20</sup> dos seis maiores bancos nacionais, contemplados no acordo entre o país e a União Europeia, revelaram que esses bancos precisavam ser recapitalizados em € 24 bilhões suplementares. Esta será a quinta tentativa de recapitalizá-los, levando o custo total do resgate do setor a € 80 bilhões. Alguns especialistas acreditam que a fatura final possa chegar a € 100 bilhões, um montante extraordinário para um país cujo PIB é de € 170 bilhões (THOMAS, 2011a). Apesar do resgate da União Europeia e do FMI, a crise bancária da Irlanda continua se aprofundando, com fuga de depósitos e quase sem acesso ao interbancário europeu.

A crise da Irlanda ainda estava evoluindo quando Portugal também passou a ficar na mira dos mercados financeiros. Tanto a Grécia quanto a Irlanda tinham chegado relativamente rápido a esta situação, a Grécia após incômodas revelações de intencional subestimação de sua situação fiscal, a Irlanda tão logo precisou realizar imensos aportes a seu sistema bancário. A crise em Portugal, pelo contrário, levou bastante tempo para se configurar.

Por uma década, o crescimento de Portugal foi bem inferior à média da zona do euro. Indústrias tradicionais, como cortiça e calçados, não podiam promover o crescimento do país, e o *boom* tecnológico de meados da década de 2000 passou longe de Portugal. Mas, embalados pela liquidez proveniente, sobretudo, dos bancos da zona do euro, os portugueses se endividaram e gastaram muito acima de sua capacidade de pagamento. Na última década, o governo e o setor privado apresentaram, em conjunto, déficits em transações correntes acumulados de mais de € 130 bilhões.

Em função do alto endividamento e do baixo dinamismo da economia portuguesa, um déficit público de 8,6% do PIB, em 2010, foi considerado excessivo pelos mercados financeiros.<sup>21</sup> As taxas de juros demandadas pelos investidores para o carregamento dos títulos da dívida portuguesa elevaram-se consideravelmente. A pressão dos mercados foi seguida por rebaixamentos da classificação de risco de Portugal pelas principais agências de *rating*.

Buscando reconquistar certa credibilidade dos mercados sem se dobrar aos requisitos do auxílio da União Europeia e do FMI, o governo do primeiro-ministro José Socrates apresentou ao Parlamento um severo projeto de ajuste fiscal. No dia 24 de março de 2011, este projeto foi derrotado, acarretando a demissão de todo o ga-

20. Os testes de estresse são aplicados pela autoridade monetária aos principais bancos de um país para avaliar sua condição financeira em um cenário mais adverso.

21. No dia 23 de abril de 2011, o Instituto Nacional de Estatísticas informou que o déficit público de Portugal para 2010 foi revisado para 9,1% do PIB, contra os 8,6% divulgados anteriormente.

binete. Novas eleições foram convocadas para 5 de junho de 2011. Neste contexto, os mercados voltaram a elevar as taxas de juros demandadas da dívida portuguesa.

Após resistir por duas semanas, o governo demissionário acabou sendo obrigado, em 6 de abril de 2011, a solicitar à União Europeia e ao FMI um auxílio avaliado em € 80 bilhões, que será forçosamente atrelado às mesmas exigências de restrição fiscal radical presentes nos planos anteriores destinados à Grécia e à Irlanda. O plano que está sendo discutido prevê um drástico ajuste fiscal além de inúmeras privatizações e vem sendo considerado mais severo que o apresentado ao Parlamento pelo ex-primeiro-ministro José Sócrates (MEVEL, 2011). Mas, para ser aprovado antes das eleições, a União Europeia e o FMI exigem que os principais partidos portugueses se comprometam a cumprir estas disposições, caso vençam as eleições.

Desta forma, em menos de um ano, o EFSF terá sido acionado três vezes para socorrer um país da zona do euro. Pouco antes do pedido de Portugal, um acordo básico foi alcançado entre os líderes dos países membros para tornar este fundo um mecanismo permanente, após 2013. Ao mesmo tempo, foi permitido ao EFSF comprar títulos das dívidas soberanas no mercado primário. Embora este seja um passo na direção certa em termos de utilização do EFSF para aliviar um pouco do papel do BCE na compra de dívida soberana, ele não vai suficientemente longe, pois não autoriza a compra de dívida no mercado secundário, que só o BCE pode realizar.

Muitos economistas (ERLANGER, 2011) estão alarmados com esses auxílios dados pelo EFSF, porque a fórmula de resgate adotada não mostra sinais de resultados satisfatórios. Decerto, Grécia, Irlanda e Portugal passaram a ter acesso a centenas de bilhões de euros em ajuda de emergência para evitar o calote em suas dívidas. Mas essa ajuda consiste realmente em mais empréstimos com taxas de juros apenas um pouco menores que aquelas que o mercado cobraria. Dessa forma, o estoque de dívidas fica maior a cada dia que passa.

Fator agravante: a autoridade monetária da zona do euro foi a primeira entre as economias desenvolvidas a subir os juros básicos, em sua reunião de abril de 2011, pondo fim à política monetária instaurada em 2008, no auge da crise financeira e assinalando que outras altas virão. Segundo declarações de Jean Claude Trichet, presidente do BCE, esta decisão teria se tornado necessária para combater crescentes pressões inflacionárias (VITS e RANDAW, 2011). O crédito mais caro vai pesar ainda mais sobre os países que partilham a moeda única europeia.

Os problemas da Grécia, Irlanda, Portugal não são apenas sua dívida soberana, mas também sua falta de competitividade, tanto na Europa como no resto do mundo. Sem restaurar sua competitividade de forma a poder elevar suas exportações, estes países poderão rapidamente enfrentar problemas de solvência mais graves que os atuais problemas de liquidez. Assim, elas terão de recuperar alguma

capacidade de crescimento para conseguir pagar as dívidas que estão se acumulando. Ora, para gerar crescimento, esses países dependerão em boa parte dos gastos dos governos. Mas para obter empréstimos da União Europeia, tiveram de assumir o compromisso de reduzir os gastos do governo de forma muito mais drástica que os dirigentes nacionais gostariam ou teriam o poder político para realizar por conta própria. Uma queda rápida nestes gastos tornará cada euro de dívida muito mais difícil de pagar. Acresce-se a isso a probabilidade de que os três países vão continuar a ter governos instáveis e que as taxas de juros demandadas pelos mercados para financiá-los têm subido ou se mantido em níveis extremamente elevados (gráfico 2). De onde o receio generalizado de que, em certo momento, haverá algum tipo de reestruturação ou de moratória destas dívidas (SHENN e BRENNAND, 2011).

Poucos dias após a solicitação portuguesa de auxílio financeiro, em 13 de abril de 2011, o ministro das Finanças alemão, Wolfgang Schäuble, declarou que a Grécia poderia ter de renegociar sua dívida, caso uma auditoria de suas contas, prevista para junho, revelasse problemas em sua capacidade de pagamento dos credores. Em consequência, os gestores de carteiras passaram a vender os títulos públicos gregos, levando o custo dos títulos de dez anos a subir para 13,26%, enquanto o dos títulos de Portugal atingiu 8,89% (MEAKIN, 2011). Pior ainda, a possibilidade de uma reestruturação da dívida da Grécia repercutiu nas taxas demandadas pelos mercados para os títulos da Espanha, aumentando as apostas de que este país seria o próximo a necessitar de ajuda externa para conseguir se financiar.

Com efeito, outra fonte de incerteza reside no efeito “dominó”, com alguns prevendo a possibilidade de que o resgate de Portugal seja mais um indício de que a crise da dívida da Europa periférica poderá se estender à Espanha e, quem sabe, à Itália (EL ERIAN, 2011). Segundo Munchau (2011), colunista do *Financial Times*, na Espanha,

a combinação de endividamento externo elevado, de fragilidade do setor financeiro e a probabilidade de novas quedas nos preços dos ativos aumenta a probabilidade de um aperto de financiamento em algum ponto. E isso significa que a Espanha será o próximo país a procurar ajuda financeira da UE e do Fundo Monetário Internacional.

Como se trata de uma economia muito maior que Grécia, Irlanda e Portugal, seu resgate terá consequências muito mais sérias, ao sobrecarregar os mecanismos da zona do euro, com o potencial de transformar uma crise de países periféricos em um evento sistêmico para toda a região e, provavelmente, para todo o sistema financeiro internacional.

Os caminhos que levaram a crise financeira privada a se transformar em uma crise pública estão ligados à rejeição dos títulos públicos de diversos países pelas carteiras privadas. Esta evolução não constitui propriamente uma surpresa. Rogoff e Reinhart (2009) mostraram que crises fiscais costumam suceder a

crises bancárias, muito mais em função das quedas na arrecadação do Estado que devido aos desembolsos públicos para atenuar as repercussões macroeconômicas da redução da atividade econômica que acompanha as crises bancárias. Contudo, não se pode deixar de mencionar que uma crise pública desse tipo tem um enorme potencial de voltar a se transformar em uma crise privada, à medida que os títulos soberanos estejam presentes em elevados volumes nos ativos dos balanços dos grandes bancos internacionais. Segundo cálculos do FMI (2011a), estes bancos têm, nos próximos dois anos, necessidades de financiamento de US\$ 3,6 trilhões, sendo que, na Europa, quase todas as instituições da Grécia, Irlanda, Portugal, muitos pequenos bancos da Espanha e alguns bancos regionais na Alemanha perderam o acesso aos mercados.

Bancos privados franceses, alemães e ingleses têm imensa exposição aos títulos públicos das economias da Europa do Sul. Foi, aliás, esta exposição que levou as maiores economias europeias a socorrer seus vizinhos – a contragosto, a julgar pelas declarações públicas de seus dirigentes, no segundo trimestre de 2010. Segundo dados do BIS (2010), só os bancos da Alemanha e da França tinham uma exposição combinada de US\$ 119 bilhões aos títulos da Grécia e de US\$ 909 bilhões aos títulos dos PIGS. Por sua vez, os bancos britânicos e alemães tinham posições na Irlanda de US\$ 230 bilhões e de US\$ 177 bilhões, respectivamente, enquanto os bancos espanhóis apresentavam a maior exposição em Portugal, em US\$ 110 bilhões. Em seu conjunto, os bancos europeus detinham ativos de US\$ 253 bilhões na Grécia e de US\$ 2,1 trilhão nos quatro países.

O conjunto desses temores confirma, cada vez mais, a existência de duas velocidades de crescimento econômico na região, muito distantes uma da outra. Portugal deve se juntar à Grécia e à Irlanda no cumprimento das exigências acopladas ao pacote de resgate. Estes países amargaram quedas de seu PIB de, respectivamente: 2,5%, 2,2% e 7,6% em 2009. Em 2010, o PIB grego caiu adicionais 7,6%, enquanto o da Irlanda ficou estacionado e o de Portugal elevou-se 1,3% (abaixo da média da zona do euro).<sup>22</sup> Enquanto isso, o PIB da Espanha caiu 3,7%, e o país continua lutando com uma taxa de desemprego de mais de 20% e com a desconfiança dos mercados financeiros. Na Grã-Bretanha, um ano após seu autoimposto programa de austeridade<sup>23</sup> para reduzir um déficit fiscal de 10% do PIB, as vendas no varejo despencaram 3,5% em março de 2011, a maior queda mensal em 15 anos. Um novo relatório de um grupo de pesquisa independente, o Centro para Pesquisas Econômicas e de Negócios (THOMAS, 2011b), indica previsões de que a renda real das famílias deve cair 2% este ano.

22. Dados do Country Factfile (EuroMonitor, 2011).

23. Visto que foi fruto de uma decisão política e não de uma imposição dos mercados financeiros ou de eventuais planos de resgate.

Se confirmada esta previsão, a renda pessoal na Grã-Bretanha terá o pior desempenho em dois anos consecutivos desde 1930. Diante destes dados, o governo teve de reduzir sua estimativa de crescimento de 2,4% para 1,7% em 2011.

Por outro lado, a Alemanha desfruta de um crescimento robusto de 3,5%, com as exportações crescendo e o desemprego diminuindo. Os principais institutos econômicos estão prevendo que a taxa de desemprego atingirá, em média, 6,5% em 2012, incluindo a atrasada economia da antiga Alemanha Oriental. Algumas partes do sul da Alemanha têm taxas de desemprego de 4% ou menos, com intensa busca por trabalhadores qualificados. Estes números são ainda mais significativos quando comparados com as previsões para 2011 dos outros países da zona do euro: quedas de 4,5% do PIB na Grécia, de 1% na Irlanda, e de 0,1% na Espanha, com taxas de desemprego de 12,5%, 13,6% e 20%, respectivamente.

### 3.2 Continuidade das políticas anticíclicas nos Estados Unidos

Os incentivos fiscais adotados nos Estados Unidos no auge da crise (redução de impostos na compra de imóveis residenciais, pagamento acima do preço de mercado de carros velhos na troca por um novo etc.) foram se extinguindo no primeiro semestre de 2010. Induzido por estes incentivos, o país registrou um crescimento de 4% no primeiro trimestre daquele ano, que se reduziu a 1,8% no segundo trimestre. Diversos economistas começaram a ressaltar a necessidade de novos incentivos fiscais para tentar impedir que ocorresse nova recessão (*double dip*).

Mas, o período era de campanha eleitoral para as eleições legislativas que se realizaram em novembro de 2010, e a oposição republicana estava centrando suas críticas no crescente déficit fiscal americano. Nestas condições, o governo democrata considerou impossível apresentar um projeto de novos incentivos fiscais ao Poder legislativo. A tarefa de realizar uma política anticíclica ficou, assim, concentrada nas mãos da autoridade monetária.

No relatório sobre a situação econômica dos Estados Unidos (*Beige Book*) que antecedeu a reunião de setembro de 2010, o Fed assinalava a existência de “amplos sinais de desaceleração econômica, comparada com outros períodos [de recuperação]”, notadamente no que se referia ao nível de emprego. Pouco tempo depois, o presidente do Fed assinalava que o banco central estava pronto para aprovar novas medidas para estimular a economia e citava o desemprego persistentemente elevado, um mercado imobiliário fraco e inflação baixa como apontando para a necessidade de uma flexibilização adicional da política monetária. Bernanke observava que um longo período de desemprego elevado podia representar um risco para a sustentabilidade da recuperação e que níveis baixos de inflação indicavam a possibilidade de uma perigosa derrapagem deflacionista (GOSH, 2010).

Assim, após ter reduzido as taxas de juros para próximo de zero, no auge da crise econômica, a autoridade monetária americana viu-se novamente diante



da situação de ter de usar instrumentos não convencionais de política econômica. Voltou a recorrer à compra de títulos ou outros ativos para injetar dinheiro na economia utilizada em 2009. O instrumento, então empregado pelo Fed, foi denominado *quantitative easing*<sup>24</sup> e se caracterizava pela compra de ativos de menor liquidez e maior risco de crédito com o objetivo de retirar os ativos “podres” dos balanços dos bancos.

Em seu comunicado de 3 de novembro de 2010, o Fed definia que,

para promover um maior ritmo de recuperação econômica e para garantir que a inflação, ao longo do tempo, esteja em níveis compatíveis com o seu mandato, o comitê decidiu hoje ampliar suas carteiras de títulos (...) e pretende adquirir US\$ 600 bilhões adicionais em títulos de longo prazo do Tesouro até o final do segundo trimestre de 2011, um ritmo de cerca de US\$ 75 bilhões por mês.

Esse instrumento de política ficou conhecido como “afrouxamento quantitativo 2” (*quantitative easing 2*, QE2), para o distinguir do adotado em 2009. Iniciado logo após esse comunicado, o QE2 tem por objetivos declarados: combater uma eventual espiral deflacionista (FISHER, 1933), prover liquidez ao sistema e aumentar a quantidade de dinheiro em circulação.

Assim que essa política monetária foi anunciada, iniciou-se um acirrado debate sobre seus fundamentos teóricos. Economistas monetaristas apontaram o risco de que ela induzisse à inflação e alimentasse bolhas de ativos. Assim, segundo Meltzer (2010), o aumento da moeda em circulação (gráfico 1) provoca inflação para estimular a economia, coisa que Milton Friedman nunca teria apoiado. Rapidamente, Ben S. Bernanke replicou (LANMAN e MATTHEWS, 2010): “eu acho que nós estamos fazendo tudo o que Milton Friedman gostaria que fizéssemos (...). Friedman teria concordado que o Fed tem um mandato para promover a estabilidade dos preços e não quer que a inflação seja nem muito alta, nem muito baixa”.

Economistas neoclássicos juntaram suas vozes à dos monetaristas, ao considerar que, diante de um aumento da emissão de moeda, os agentes racionais antecipam um resultante aumento de preços e, ao se precaver contra ela, acabam causando inflação. Mas, vozes discordantes sobre o impacto do afrouxamento quantitativo surgiram igualmente entre as diferentes correntes que seguem a tradição keynesiana. Tais vozes nutriram-se de um debate que se desenvolveu na década de 1960 sobre a preeminência dos estímulos fiscais sobre os monetários (SAMUELSON, 1962). Krugman (2010) lamenta, sobretudo, que a atual política monetária e o resultado das eleições legislativas de novembro de 2010, em que os democratas perderam a maioria no Congresso,

---

24. Entretanto, segundo a terminologia de Buitter (2008), o nome mais apropriado dessa política monetária seria afrouxamento qualitativo (*qualitative easing*) porque ela introduziu ativos de maior risco no balanço do Fed.

significam que “não teremos qualquer coisa como uma nova rodada de estímulo fiscal”. Por sua vez, Stiglitz (2010b) afirma que

as vantagens do QE2 são limitadas. O dinheiro simplesmente não irá para onde é necessário, e o “efeito riqueza” é muito pequeno. Suas desvantagens são o risco de volatilidade global, uma guerra cambial e um mercado financeiro global que está cada vez mais fragmentado e distorcido. Se os Estados Unidos vencerem a batalha de desvalorização competitiva, esta pode ser uma vitória de Pirro, já que nossos ganhos virão à custa daqueles para quem esperamos exportar.

A polêmica também se instaurou no que diz respeito aos resultados do QE2. Só um ponto tem sido unânime: o afrouxamento monetário levou os preços das ações americanas a se valorizar de forma significativa. Mas, as discordâncias se manifestam quando se trata de avaliar o impacto do “efeito riqueza”<sup>25</sup> na recuperação da economia americana. Kuttner e Mosser (2002) apontavam que a contribuição do efeito riqueza na transmissão da política monetária sempre foi modesta nos Estados Unidos e que ela teria decaído a partir de 1980. Mas, não é possível descartar que seu impacto se tenha ampliado após a hecatombe provocada na riqueza dos agentes pela crise e consequente deflação de ativos em 2007/2008.

Nos seus aspectos gerais, os dados indicam que a economia americana encontra-se um pouco melhor que no segundo trimestre de 2010. Embora ainda elevada, a taxa de desemprego passou de 9,5%, em junho de 2010, para 9,1% em abril de 2011. Já o ritmo de crescimento econômico atingiu 3,1% nos três últimos meses de 2010. No entanto, entre janeiro e março de 2011, o crescimento não se sustentou e voltou a registrar uma taxa anual de 1,8%, em função de uma diminuição dos gastos do governo e uma redução dos gastos dos consumidores. Assim, é ainda muito prematuro afirmar que este crescimento moderado será sustentável, além de não haver clara evidência que mesmo a pequena melhoria dos indicadores seja fruto da política monetária.

Economistas do Fed (CHUNG *et al.*, 2011) apontavam, em janeiro de 2011, que um dos principais objetivos das compras em grande escala do Fed era induzir a queda das taxas de juros de longo prazo, em um momento em que as taxas de curto prazo já atingiram seu limite inferior. Esta redução nos juros de longo prazo deve levar a condições financeiras mais lansas, contribuindo para estimular a atividade econômica real e evitar indesejáveis pressões de deflação.

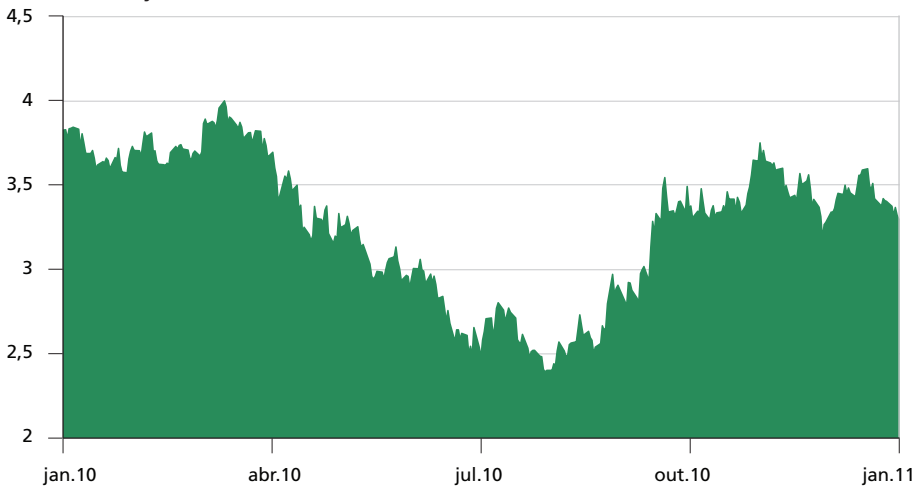
---

25. Esse canal se baseia no modelo de consumo ao longo do ciclo de vida desenvolvido por Ando e Modigliani (1963), no qual a riqueza de uma família é determinante em sua despesa de consumo. Sua conexão com a política monetária advém do vínculo existente entre taxa de juros e preços dos ativos: uma alta da taxa de juros induzida pela política monetária reduz o valor de elementos constituintes do patrimônio como ações, títulos portadores de juros e imóveis. Isto leva a uma queda da riqueza das famílias e a uma redução de seu consumo.

Esses profissionais identificam três principais canais de transmissão dessa política monetária. Em primeiro lugar, as decisões do Fed podem sinalizar aos participantes no mercado seu desejo de manter as taxas de juro de curto prazo baixas por um longo tempo. Esta expectativa contribui para reduzir as taxas de longo prazo. Um segundo canal funciona por meio dos efeitos benéficos que estas aquisições podem ter em momentos de estresse. Por exemplo, os diferenciais entre as taxas de títulos hipotecários e os rendimentos do Tesouro dos Estados Unidos subiram para níveis muito elevados durante o auge da crise financeira no final de 2008, mas caíram acentuadamente depois que o Fed anunciou sua intenção de comprar os títulos lastreados em hipotecas (*mortgage backed securities*) garantidos pelas agências quase governamentais de apoio ao setor.<sup>26</sup> O terceiro canal e, provavelmente, o mais importante, resulta do fato que as compras de ativos do Banco Central levam à redução da oferta de títulos de longo prazo disponíveis para os investidores, o que eleva os preços dos títulos e derruba os rendimentos. No entanto, os dados mostram que, em vez de cair, os juros dos títulos de longo prazo do Tesouro (gráfico 4) subiram desde o início do QE2. De onde decorre a conclusão tirada por vários analistas de que os resultados da política monetária “de última instância” têm sido desapontadores.

GRÁFICO 4

Taxa de juros dos títulos de dez anos do Tesouro americano



Fonte: Bloomberg.

26. Após a crise de 1982, o sistema de financiamento imobiliário americano tem sido ancorado por quatro instituições, além dos bancos hipotecários e das instituições de poupança: Federal Housing Administration (FHA), Government National Mortgage Association (Ginnie Mae), Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) e Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac). Todo o sistema foi construído por garantias públicas diretas ou indiretas, embora as duas últimas companhias sejam de capital privado. Para maiores informações sobre o sistema financeiro imobiliário americano, ver Cagnin (2007).

Em um discurso proferido, em 3 de fevereiro de 2011, no National Press Club, em Washington, Bernanke (2009) explicava que

os rendimentos dos títulos de Tesouro de cinco a dez anos, inicialmente, diminuíram acentuadamente, em função das expectativas das compras do Fed. Esses rendimentos subiram posteriormente, porque os investidores ficaram mais otimistas quanto ao crescimento econômico.

O autor também defendia que

uma ampla gama de indicadores de mercado suporta a ideia de que as compras de títulos do Federal Reserve têm sido eficazes em aliviar as condições financeiras. Por exemplo, (...) os preços das ações têm subido significativamente, a volatilidade no mercado acionário caiu, o *spread* das debêntures das empresas diminuíram.

Assim, o aumento da liquidez pretendida serviu para elevar os preços dos ativos, provavelmente esperando que o “efeito riqueza” dessa alta permitisse estimular a atividade econômica. Porém, muitos apontam que a liquidez advinda do QE2 também pode ter inadvertidamente, ou talvez propositalmente, engendrado a alta dos preços em *commodities*, alimentos e energia (também influenciada pela instabilidade política no Oriente Médio).

Essa alta nos preços das *commodities*, que se acentuou no início de 2011, acirrou a discussão, embora as posições neste quesito não sejam todas irreconciliáveis, em meio às pressões inflacionárias que atingem todas as economias. Muitos analistas acreditam que o excesso de liquidez na economia mundial seja razão para que os especuladores estejam adquirindo produtos agrícolas, minerais e petróleo,<sup>27</sup> elevando artificialmente seus preços, embora nem todos concordem que a política monetária americana venha tendo um papel significativo na atuação dos especuladores. Outros afirmam que os preços destes produtos expressos em dólar têm se elevado, como resultado da desvalorização da moeda americana. Em contraposição, outros ainda acreditam que os preços das *commodities* globais têm seguido a atividade econômica, medida pela produção industrial mundial. Sob este ponto de vista, nada mais normal que os preços das *commodities*, após caírem durante a recente recessão, tenham voltado a aumentar com a recuperação, particularmente dos países emergentes como a China, elevando a demanda por matérias-primas.

Foi, sobretudo, no plano internacional, que as críticas ao QE2 foram intensas. Ao manter juros próximos a zero e injetar dinheiro na economia via compra de títulos, o Fed pressiona a taxa de câmbio do dólar e acaba desvalorizando dívidas expressas nesta moeda. Isto se inscreve em um quadro de acirrada concorrência, em que os países procuram realizar desvalorizações competitivas, no afã de superar

---

27. O surgimento e forte expansão dos Exchange Traded Funds (ETF), lastreados em índices de *commodities* ou em grupos como energia, grãos, metais etc., são significativos desse aumento de interesse especulativo.

os impactos da crise financeira pelo aumento das exportações. O dólar fraco por longo período de tempo gera uma série de distorções no resto do mundo.

Foi nesse contexto que o ministro da Fazenda brasileiro, Guido Mantega, e o então presidente do Banco Central do Brasil (BCB), Henrique Meirelles, denunciaram a existência de uma “guerra cambial”. A expressão teve imediato sucesso e foi retomada por autoridades de diversos países, no quadro da reunião do G20, realizada em Seul, em novembro de 2010, em um claro sinal do desconforto criado por essa política monetária. Por sua vez, o ministro das Finanças alemão, Wolfgang Schäuble, afirmava que a política dos Estados Unidos era, “com todo o respeito, incompetente” (GORIGAM, 2010).

Entretanto, a desvalorização do dólar promoveu as exportações americanas, além de impedir a instauração de uma dinâmica de deflação, justamente uma das prioridades da flexibilização quantitativa. Os temores de recrudescimento inflacionário presentes no resto do mundo ainda não se fizeram sentir nos Estados Unidos. De um lado, porque, segundo alguns, uma inflação mais elevada significa que a dívida dos Estados Unidos se torna mais fácil de pagar. De outro lado, porque, contrariamente aos outros bancos centrais que utilizam índices “cheios” de preços ao consumidor para determinar sua política monetária, o índice de preços mais utilizado pelo Fed exclui os preços dos alimentos e da energia<sup>28</sup> (núcleo da inflação). Assim, o índice de preços ao consumidor “cheio” (*consumer price index*, CPI) passou de 1,14%, em novembro de 2010, para 2,68%, em março de 2011. Mas, no mesmo período, o núcleo da inflação variou de 0,77% para 1,19%. Para o ano de 2011, o Fed previa, em abril, que o índice de preços ao consumidor – deduzindo-se os preços dos alimentos e da energia – teria uma alta modesta de 1,3% a 1,6%, embora superior às estimativas de janeiro, que indicavam uma variação entre 1,0% e 1,3%.

Ademais, na primeira entrevista coletiva já concedida por um presidente do Fed, ocorrida em 27 de abril de 2011, Bernanke ressaltou sua visão de que as pressões inflacionárias serão “transitórias” e sinalizou que o Fed continuará a manter os juros muito baixos “por um longo período”, ao contrário dos outros bancos centrais, nos quais já rufam os tambores da guerra contra a inflação, mesmo os que têm de lidar com economias em recessão ou em crescimento mais que moderado.

Contudo, o aumento nos preços das *commodities* levou a revisões nas previsões de crescimento econômico americano, já que a renda disponível dos consumidores deveria se reduzir. Em abril, o Fed projetou a expansão da economia em um intervalo de 3,1% para 3,3% em 2011, abaixo dos 3,4% para 3,9% que tinham sido previstos em janeiro. Esta redução não impediria que o QE2 fosse

---

28. Esses itens são considerados como tendo preços ditados muito mais por condições de oferta (problemas climáticos, pragas ou questões geopolíticas) e são, portanto, pouco sensíveis à política monetária.

encerrado, como previsto, no mês de junho de 2011. Mas, não se descartava a hipótese de que, perdurando a desaceleração da economia registrada no primeiro trimestre de 2011, um QE3 seria posteriormente lançado. Assim, perguntado se haveria um QE3, Bernanke respondeu em sua primeira entrevista coletiva:

no fim das contas, vamos fazer as mesmas perguntas que fizemos antes: para onde está indo a economia e o que sinalizam os vários indicadores de inflação. Se o desemprego ainda estiver muito alto, então poderemos continuar. Se nós estivermos nos movendo em direção ao pleno emprego, então não será necessário estimular mais (ROCKWELL JUNIOR, 2011).

Sublinha-se que essa possibilidade deverá ser analisada no quadro da discussão política sobre a redução do déficit e da dívida pública que vem sendo travada entre republicanos e democratas. Com efeito, as decisões de política macroeconômica dos Estados Unidos passaram a incluir também a questão fiscal, após o governo democrata perder a maioria no Congresso nas eleições legislativas de 2010. Esta derrota eleitoral trouxe novamente à baila o receituário conservador na gestão da política macroeconômica, com particular ênfase na questão fiscal.

Logo após essa eleição, os democratas tiveram de ceder às pressões dos republicanos e aceitar a prorrogação das reduções de impostos feitas no governo de George W. Bush em troca da obtenção dos votos necessários para estender a vigência dos auxílios desemprego. Este compromisso representou um valor estimado em US\$ 700 bilhões.<sup>29</sup> Novamente, por um acordo de última hora entre os partidos, o Congresso aprovou, em 13 de abril, o orçamento federal de 2011, com previsões de cortes de US\$ 38 bilhões nos gastos, apesar de um significativo voto de protesto de republicanos conservadores.

O próximo *round* entre a administração democrata e a oposição republicana sobre a questão fiscal, que já está em curso e tem por tema principal o teto de endividamento público,<sup>30</sup> anunciou-se crucial e decisivo. O governo Obama necessitaria obter a autorização do Congresso para estender o limite da dívida acima dos US\$ 14,294 trilhões autorizados em 12 de fevereiro de 2010. Segundo declarações do secretário do Tesouro, Timothy Geithner (SAHADI, 2011), este limite seria alcançado em maio de 2011 (embora existissem alguns expedientes que permitiriam ao governo continuar funcionando até fim de junho). Se até lá o aumento de limite da dívida não fosse aprovado, o governo americano estaria na difícil situação de não poder, legalmente, pagar suas contas, inclusive as vinculadas ao serviço de sua dívida pública, ao menos por certo tempo.

29. A publicação do FMI sobre a questão fiscal (2011b) apresenta esse compromisso como sendo um novo pacote de auxílio fiscal anticíclico. Mas esses são valores que apenas deixaram de ser retirados da economia e não valores adicionais destinados a suplementar a demanda agregada.

30. Um limite legal sobre a dívida federal foi estabelecido em 1917 pelo Second Liberty Bond Act. O Departamento do Tesouro dos Estados Unidos tem autorização do Congresso para emissão de dívida, sempre que necessário para financiar as operações do governo, desde que a dívida total não exceda o limite máximo indicado.

A Casa Branca estava ciente de que, para conseguir expandir esse limite, deveria chegar a um acordo com os republicanos do Congresso. Mas, até o momento em que este texto foi elaborado, as tentativas de acordo esbarravam em diversos obstáculos, sobretudo porque as negociações se inserem em um contexto de disputa política em função das eleições presidenciais de 2012. As propostas dos republicanos mais moderados incluem uma redução de US\$ 4,4 trilhões do déficit nos próximos dez anos. Mas, propostas mais radicais provêm dos membros do “Tea Party”.<sup>31</sup>

Em sua proposta de orçamento para 2012, Paul Ryan, presidente da Comissão de Orçamento da Câmara dos Deputados e um dos mais proeminentes membros do Tea Party, prevê economias de quase US\$ 6 trilhões ao longo da próxima década, apesar de reduções das alíquotas de impostos de 35% para 25% para as maiores faixas de tributação de indivíduos e empresas. Todo o ajuste fiscal proposto repousa em cortes de gastos, em particular nos benefícios sociais (programas públicos de saúde, escolas públicas e auxílio desemprego e para população de baixa renda). Ademais, note-se que o deputado Ryan colocou os US\$ 700 bilhões de despesas militares orçados ao abrigo de cortes.

Em discurso, o presidente Barack Obama defendeu o objetivo de diminuir o rápido crescimento da dívida pública, mantendo-se os valores democráticos fundamentais, ao propor uma mistura de cortes de gastos a longo prazo, aumentos de impostos e alterações nos programas de assistência social. A proposta apresentada por Obama pretendia reduzir os déficits do orçamento federal por um valor acumulado de US\$ 4 trilhões em 12 anos, por meio de aumentos de impostos sobre indivíduos e empresas mais ricos e cortes de gastos que, entretanto, não atingiriam os benefícios sociais.

Poucos dias após o discurso presidencial, a agência de classificação de riscos Standard and Poors mudou sua perspectiva para a dívida americana. O comunicado da agência afirmava:

em relação ao outros países com classificação AAA, os Estados Unidos têm o que consideramos ser um endividamento público e déficits fiscais muito elevados. Como o caminho para a resolução destes problemas não é claro, revisamos nossa perspectiva sobre a classificação de riscos de longo prazo de estável para negativa.

Apesar de a redução da perspectiva sobre a dívida pública americana ser um fato inédito, as reações moderadas dos mercados financeiros indicaram que um déficit público de 10,6% e uma dívida estimada em 91,6% do PIB em 2010 não

---

31. O Tea Party não é um partido político e oficialmente não apresenta candidatos, embora diversos de seus integrantes tenham sido eleitos pelo partido republicano. Trata-se de um movimento social e político populista e conservador, surgido nos Estados Unidos, em 2009. Suas principais bandeiras incluem o corte do tamanho do governo, a redução de impostos, do desperdício, da dívida pública e do déficit do orçamento federal.

são considerados excessivos para o país que emite a moeda de reserva internacional e a utiliza para saldar seus débitos. Em um primeiro momento, o dólar e os títulos públicos americanos chegaram a se valorizar; em um segundo momento, os índices de ações americanos voltaram a subir, apesar de a taxa de câmbio e dos juros de longo prazo terem retornado a sua tendência anterior. Essa decisão da agência de *rating* vem sendo considerada pela imprensa como tendo um viés favorável aos clamores republicanos de forte ajuste fiscal, sublinhando a encruzilhada política em que se encontram os Estados Unidos na definição de sua política macroeconômica.

#### 4 CONCLUSÃO

Após a grave crise financeira iniciada em meados de 2007, a recuperação da economia mundial continua cercada de incertezas que ocasionam acentuadas dicotomias e contradições que permeiam a situação econômica mundial. Assim, o FMI (2011a) divulgou previsões de um crescimento de cerca de 4,5% ao ano para 2011 e 2012. Contudo, o organismo internacional adverte que as economias avançadas terão um crescimento de apenas 2,5%, enquanto as economias emergentes e em desenvolvimento crescerão mais de 6% neste mesmo período. Entretanto, boa parte destas últimas passaram a enfrentar um superaquecimento econômico, em função da expansão do crédito, que permitiu uma sua saída bem sucedida da crise. A demanda decorrente deste desempenho econômico, aliada à altíssima liquidez internacional, acarretou forte alta dos preços das matérias-primas, gerando pressões inflacionárias mundiais. A valorização das *commodities* e a extrema liquidez decorrente da política monetária americana, inglesa e, em menor medida, japonesa resultaram na apreciação da taxa de câmbio da maior parte das economias emergentes, principais vítimas da “guerra cambial” pela qual as economias desenvolvidas tentam dar algum impulso a suas economias. Conforme apontado no relatório do FMI (2011a):

desde o início da crise, um fardo desproporcional de reequilíbrio da demanda tem sido suportado por economias que não têm grandes superávits em conta-corrente, mas atraem fluxos de capitais devido à abertura e a profundidade de seus mercados de capitais.

Além da acentuada diferença nas taxas de crescimento de economias desenvolvidas e em desenvolvimento, encontram-se também velocidades distintas de crescimento no seio das economias industrializadas, acentuadas pela divergência de suas políticas macroeconômicas. O prêmio Nobel de economia, Joseph Stiglitz., afirmou que a União Europeia pode enfrentar uma “meia década perdida” semelhante à vivenciada pelo Japão, ao implementar cortes orçamentários que podem comprometer a recuperação econômica.

O Japão, onde tentaram equilibrar o orçamento, muito cedo em 1997 e 1998, entrou em outra recessão e perdeu metade da década. A Europa realmente está enfrentando exatamente o mesmo tipo de risco (O’DONNEL, 2011).



Também é evidente a existência de duas velocidades de crescimento no interior da União Europeia. De um lado, a Alemanha, cuja competitividade externa tem se aprofundado e, de outro lado, países como Grécia, Irlanda e Portugal, que perderam acesso aos mercados financeiros e tiveram de aceitar um ajuste fiscal draconiano para receber auxílio do FMI e da Europa – ou, ainda, como a Espanha, que amargou um desemprego de 21% em 2010.

O corte de gastos públicos e o aumento dos impostos, em um período de fraco crescimento, tendem a reduzir a demanda interna, levando a uma menor arrecadação e a um aumento de empréstimos problemáticos. Há diversas indicações de que esta prescrição europeia de política macroeconômica associada a empréstimos a custos relativamente elevados consegue apenas adiar a solução do problema. Este adiamento pode ser instrumental para os grandes bancos europeus, em particular alemães e franceses, que carregam elevados volumes de títulos públicos de países da periferia da zona do euro. Ganhar tempo lhes permite seja capitalizar-se para melhor lidar com a questão, seja exercer seu poder de pressão para obter garantias de seus governos nacionais ou da União Europeia para estes títulos.

Caso se concretizem os múltiplos prognósticos de uma reestruturação da dívida grega, poderá ocorrer um efeito de contágio em outras economias fragilizadas da zona do euro. A reestruturação maciça de dívidas soberanas tem um imenso potencial de provocar nova crise bancária. Esta eventualidade será um testemunho do malogro da austeridade fiscal extremada praticada na Europa e aumentará a possibilidade de uma desordenada solução das falhas de concepção da criação da moeda única europeia.

Por último, mas não menos importante, temos as divergências políticas, normais em países democráticos, mas que condicionam os futuros rumos econômicos. Na União Europeia, a vitória dos conservadores no Reino Unido teve por resultante a adoção de uma contração fiscal muito mais intensa da que propunham os trabalhistas. As ameaças públicas do governo alemão, de que países pertencentes à zona do euro podem quebrar se não aceitarem as exigências de duras medidas contracionistas, estão claramente ligadas à percepção de que o eleitorado germânico não é favorável a aumentar os auxílios alemães a outros países que adotaram a moeda única. Eleições realizadas no primeiro trimestre de 2011, na Finlândia, deram a vitória aos que se opõem à política europeia de gestão da crise da dívida. Isto pode comprometer a liberação dos empréstimos, uma vez que estas decisões devem ser tomadas por unanimidade dos membros da União Europeia. Em outros países, como Itália e França, sentimentos de xenofobia se afirmam a ponto de poder vir a ter expressão eleitoral. Já nos países submetidos a políticas macroeconômicas recessivas, o descontentamento popular se expande e ameaça expressar-se nas urnas. Nos Estados Unidos, o atual confronto entre republicanos e democratas no Congresso tende a ser intenso, conforme indicado pelas propostas de ajustes fiscais extremos e suscetíveis de criar imensos ressentimentos

sociais, em virtude da realização de eleições presidenciais em 2012. Do resultado desse confronto e das eleições dependerá o rumo da maior economia do planeta.

Desse balanço, destacam-se *tensões e desequilíbrios* que indicam que a economia mundial, longe de voltar à normalidade, está enfrentando sérios riscos de ocorrer o temido *double dip*, que será tão mais grave quanto menor for o raio de manobra das políticas anticíclicas e de aporte de liquidez. **Na conclusão de Martin Wolf (2011):**

nada do que está acontecendo agora sugere que a situação (da economia mundial) será gerida com competência e sem grandes abalos. Em suma, aqueles que pensam que estamos, agora, olhando para a luz no fim do túnel, estão se enganando. Mais turbulência se encontra pela frente.

## REFERÊNCIAS

- AFONSO, A. **An avenue for expansionary fiscal contractions**. Munich: University Library of Munich, nov. 2007. (Munich Personal RePEc Archive Paper, n. 4.593). Disponível em: <<http://mpira.ub.uni-muenchen.de/4593/>>.
- A.I.G.'s Bailout Terms Revealed. **Dealbook**, 30 set. 2008. Disponível em: <<http://dealbook.blogs.nytimes.com/2008/09/30/aigs-bailout-terms-revealed/?ei=5070>>.
- ANDO, A.; MODIGLIANI, F. The life-cycle hypothesis of saving: aggregate implications and tests. **American Economic Review**, v. 53, n. 1, p. 55-84, 1963.
- AIZENMAN, J.; PASRICHA, G. K. **Determinants of financial stress and recovery during the Great Recession**. Cambridge: NBER, dez. 2010. (NBER Working Paper, n. 16.605). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w16605.pdf>>.
- BARRO, R. Reflections on Ricardian equivalence. *In*: MALONEY, J. (Ed.). **Debt and deficits: an historical perspective**. Cheltenham Glos: Edward Elgar, 1998.
- BELLUZZO, L. G. Solavancos na eurolândia. **Folha de S. Paulo**, 2 maio 2010. Disponível em: <<http://gilvanmelo.blogspot.com/2010/05/solavancos-na-eurolandia-luiz-gonzaga.html>>.
- BEN Bernanke: why we didn't bail Lehman out. **US News Money**, 15 out. 2008. Disponível em: <<http://money.usnews.com/money/blogs/the-homefront/2008/10/15/ben-bernanke-why-we-didnt-bail-lehman-out>>.
- BERNANKE, B. S. **The macroeconomics of the Great Depression: a comparative approach**. Cambridge: NBER, ago. 1994. (NBER Working Paper, n. 4.814). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w4814.pdf>>
- \_\_\_\_\_. **Essays on the Great Depression**. Princeton; New Jersey: Princeton University Press, 2000.

\_\_\_\_\_. **Federal Reserve policies to ease credit and their implications for the Fed’s balance sheet.** Washington, 18 fev. 2009. Discurso proferido no National Press Club Luncheon. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090218a.htm>>.

\_\_\_\_\_. **Lessons from the failure of Lehman Brothers.** Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives (Testemunho ao Comitê de Finanças da Câmara dos Deputados). Washington: Fed, 20 abr. 2010. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100420a.htm>>.

BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Consolidated banking statistics.** Nov. 2010. Disponível em: <<http://www.bis.org/statistics/provbstats.pdf>>.

CAGNIN, R. F. **O mercado imobiliário e a recuperação econômica dos EUA após 2002.** 2007. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo. 2007.

CHUNG, H. *et al.* Estimating the macroeconomic effects of the Fed’s asset purchases. **Economic Letters**, San Francisco, 31 jan. 2011. Disponível em: <<http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2011/el2011-03.html>>.

CLARK, S. Volcker sees euro “disintegration” risk from Greece. **Bloomberg Business Week**, 14 maio 2010. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/news/2010-05-13/volcker-says-euro-s-disintegration-is-potential-consequence-of-debt-crisis.html#>>.

CORIAT, B. La crise irlandaise, emblème et symbole de la finance dérégulée. **Les Économistes Attérés**, dez. 2010. Disponível em: <<http://atterres.org/sites/default/files/la%20crise%20irlandaise.pdf>>.

EISENSCHMIDT, J.; HIRSCH, A.; LINZERT, T. **Bidding behaviour in the ECB’s main refinancing operations during the financial crisis.** Frankfurt am main: European Central Bank, May 2009. (Working Paper Series, n. 1.052). Disponível em: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1052.pdf>>.

EL ERIAN, M. European debt crisis morphs into new phase. **Bloomberg News**, 7 Apr. 2011. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/news/2011-04-07/european-debt-crisis-morphs-into-new-phase-commentary-by-mohamed-el-erian.html>>.

ERLANGER, S. Portugal crisis, worries on Europe’s debt trap. **The New York Times**, 8 Apr. 2011. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2011/04/09/world/europe/09portugal.html?emc=eta1>>.

EUROMONITOR. **Country Factfile.** Portugal. London: Euromonitor, Jan. 2011. Disponível em: <<http://www.euromonitor.com/portugal/country-factfile>>.

FARHI, M.; CINTRA, M. A. M. A crise financeira e o *global shadow banking*

*system*. **Novos Estudos – CEBRAP**, São Paulo, n. 82, nov. 2008.

FED – FEDERAL RESERVE SYSTEM. Board of Governors. **Preventing deflation: lessons from Japan's experience in the 1990s**. Washington: Fed, jun. 2002. (International Finance Discussion Papers, n. 729). Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2002/729/ifdp729.pdf>>.

\_\_\_\_\_. **Aggregate reserves of depository institutions and the monetary base**. (Statistical Release). 27 Jan. 2011. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/releases/h3/20110127/>>.

FISHER, I. The debt deflation theory of great depressions. **Econometrica**, v. 1, n. 4, p. 333-357, 1933. Disponível em: <<http://fraser.stlouisfed.org/docs/meltzer/fisdeb33.pdf>>.

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Navigating the Fiscal Challenges Ahead**. 14 maio 2010. (IMF Fiscal Monitor Series). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2010/fm1001.pdf>>.

\_\_\_\_\_. **Global financial stability report**. Washington: FMI, Apr. 2011a. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2011/01/pdf/text.pdf>>.

\_\_\_\_\_. **Fiscal Monitor – Shifting Gears Tackling Challenges on the Road to Fiscal Adjustment**. Washington: IMF, Apr. 2011b. (World economic and financial surveys, 0258-7440). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2011/01/pdf/fm1101.pdf>>.

FRBA – FEDERAL RESERVE BANK OF ATLANTA. **Financial Highlights**. Atlanta: FRBA, 3 Nov. 2010. Disponível em: <[http://www.frbatlanta.org/documents/research/highlights/finhighlights/fh\\_110310.pdf](http://www.frbatlanta.org/documents/research/highlights/finhighlights/fh_110310.pdf)>.

FREEDMAN, C. *et al.* **The case for global fiscal stimulus**. Washington: IMF, 6 Mar. 2009. (Staff Position Note, SPN O903). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0903.pdf>>.

FRIEDMAN, M.; SCHWARTZ, A. J. **A monetary history of the United States, 1867-1960**. New Jersey: Princeton University Press, 1971.

\_\_\_\_\_. **The Great Contraction, 1929-1933**. New Jersey: Princeton University Press, 2008. New Edition

FRIEDMAN, M.; FRIEDMAN, R. **Two lucky people: memoirs**. Chicago: The University of Chicago Press, 1998.

GIAVAZZI, F.; PAGANO, M. Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small european countries. *In*: BLANCHARD, O.; FISCHER, S. (Eds.). **NBER Macroeconomics Annual 1990**. Cambridge; London: MIT Press, 1990.

GORIGAM, D. The world reacts to QE2. **The Daily Reckoning**, 5 Nov. 2010. Disponível em: <<http://dailyreckoning.com/the-world-reacts-to-qe2/>>.

GOSH, P. R. Bernanke points to more quantitative easing in Boston speech. **International Business Times**, 16 Oct. 2010. Disponível em: <<http://www.ibtimes.com/articles/72409/20101015/federal-reserve-bernanke-easing-policy.htm#ixzz1JnXUUDyd>>.

GRIFFITH-JONES, S. Como melhorar a regulação e as instituições financeiras. **Revista Tempo do Mundo**, v. 2, n. 1, p. 105-116, 2010. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/100923\\_rtm\\_port02.pdf](http://www.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/100923_rtm_port02.pdf)>.

HALL, B. Sarkozy to back debt with € 360 bn. **Financial Times**, 14 2008. Disponível em: <<http://www.ft.com/cms/s/0/e95c8794-9989-11dd-9d48-000077b07658.html#axzz1MjSaJdr9>>.

KEDROSKY, P. **The first non-bank bank run**. 3 Sept. 2007. Disponível em: <[http://paul.kedrosky.com/archives/2007/09/the\\_first\\_nonba.html](http://paul.kedrosky.com/archives/2007/09/the_first_nonba.html)>.

KRUGMAN, P. The great recession *versus* the great depression. **The New York Times**, 20 mar. 2009. Disponível em: <<http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/03/20/the-great-recession-versus-the-great-depression/>>

\_\_\_\_\_. The strange death of fiscal policy. **The New York Times**, 2 Nov. 2010. Disponível em: <<http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/11/03/the-strange-death-of-fiscal-policy/>>.

KUTTNER, K.; MOSSER, P. The monetary transmission mechanism: some answers and further questions. **Economic Policy Review**, New York, 2002.

LANMAN, S.; MATTHEWS, S. Bernanke invokes Friedman's inflation-fighting legacy to defend stimulus. **Bloomberg News**, 7 Nov. 2010. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/news/2010-11-06/bernanke-says-fed-s-monetary-expansion-won-t-spur-super-normal-inflation.html>>.

LAROSIÈRE, J. **The high-level group on financial supervision in the EU**. Brussels: De Larosière Group, 25 Feb. 2009. Disponível em: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf)>

LAVOIE, M. A post-keynesian amendment to the New Consensus on Monetary Policy. **Metroeconomica**, v. 57, n. 2, p. 165-192, May 2006. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-999X.2006.00238.x/abstract>>

LUCAS JUNIOR, R. E. Expectations and the neutrality of money. **Journal of Economic Theory**, v. 4, n. 4, p. 103-124, abr. 1972.

MAGNUS, G. **UBS investment research** – Financial instability and the economy: one year into a Minsky Moment. Sept. 2008. Mimeografado.

MATTOS, O. M. B. **Discricionariedade e mandato dos bancos centrais em contexto de desregulamentação financeira**: o caso do Federal Reserve na crise de 2007 a 2009. 2010. Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2010.

MARTINS, Í. P. G. **As proposições de política macroeconômica do *mains-tream* para o pós-crise e a inserção do pensamento novo keynesiano**. 2010. Monografia (graduação) – Instituto de Economia da Unicamp, Campinas, 2010.

MCCULLEY, P. Teton reflections. **Global Central Bank Focus**, Aug./Sept. 2007. Disponível em: <<http://www.pimco.com/EN/Insights/Pages/GCBF%20August-%20September%202007.aspx>>.

MCCULLEY, P. **In the fullness of time**. Sept. 2008. Disponível em: <[http://easysite.commonwealth.com/EasySites/EasySite\\_Z3263Y/\\_uploads/In%20the%20Fullness%20of%20Time.pdf](http://easysite.commonwealth.com/EasySites/EasySite_Z3263Y/_uploads/In%20the%20Fullness%20of%20Time.pdf)>

MCKEE, M.; COOK, P. Paulson says U.S. was “close” to financial collapse. **Bloomberg**, 2 fev. 2010. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=axCgjHqNkaw0&pos=5>>

MELTZER, A. H.: Milton Friedman vs. the Fed. **The Wall Street Journal**, 4 Nov. 2010. Disponível em: <<http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704462704575590721000212144.html>>.

MEAKIN, L. Greek, Portuguese yields surge to record as schaeuble raises restructuring. **Bloomberg News**, 14 Apr. 2011. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/news/2011-04-14/greek-portuguese-yield-reach-a-record-on-schaeuble-restructuring-comments.html>>.

MEVEL, J. J. Le Portugal au régime sec. **Le Figaro**, 9 avr. 2011. Disponível em <<http://www.lefigaro.fr/conjoncture/2011/04/08/04016-20110408ARTFIG00645-le-portugal-au-regime-sec.php>>.

MINSKY, H. P. **Can it happen again?** Essays on Instability and Finance. New York: M.E. Sharpe, 1982.

\_\_\_\_\_. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

MOLLENKAMP, C. *et al.* Lehman's demise triggered cash crunch around globe, **The Wall Street Journal**, 29 out. 2008. Disponível em: <[http://online.wsj.com/article\\_email/SB122266132599384845-lMyQjAxMDI4MjlyOTYyNjkxWj.html](http://online.wsj.com/article_email/SB122266132599384845-lMyQjAxMDI4MjlyOTYyNjkxWj.html)>.

MOREIRA, A. Europa se distancia de paz social e econômica. **Valor Econômico**, 20 jun. 2011.

MUNCHAU, W. Complacent Europe must realise Spain will be next. **Financial Times**, 10 Apr. 2011 Disponível em: <<http://www.ft.com/cms/s/0/dc2955ea-63ab-11e0-bd7f-00144feab49a.html#axzz1JKFdc6Nw>>.

NOCERA, J.; ANDREWS, E. L. Struggling to keep up as the crisis raced on. **The New York Times**, 23 Oct. 2008. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2008/10/23/business/worldbusiness/23iht-23paulson.17184256.html?pagewanted=all>>.

O'DONNELL, S. Stiglitz Says Europe May Face Same Lost Half-Decade as Japan. **Business Week e Bloomberg**, 8 Mar. 2011. Disponível em: <<http://www.businessweek.com/news/2011-03-08/stiglitz-says-europe-may-face-same-lost-half-decade-as-japan.html>>.

PALLEY, T. I. The limits of Minsky's financial instability hypothesis as an explanation of the crisis. **Monthly Review**, Londres, v. 61, n. 11, Apr. 2010. Disponível em: <<http://www.monthlyreview.org/100401palley.php>>

PAULSON JUNIOR, H. M. **On the brink**: inside the race to stop the collapse of the Global Financial System. New York: Business Plus, 2010.

PEPPERS, L. Full-employment surplus analysis and structural change: the 1930s. **Explorations in Economic History**, v. 10, p. 197-210, 1973.

PETTINGER, T. R. Great depression comparisons. **Economic Essays**, Cowley Oxford: Economics Help, 13 jul. 2009. Disponível em: <<http://econ.economicshelp.org/2009/07/great-depression-comparisons.html>>

RHODES, D.; STELTER, D. **Accelerating out of the great recession**: how to win in a slow-growth economy. New York: McGraw-Hill, 2010.

ROCKWELL JUNIOR, L. H. **Is QE3 Ahead?** Ludwig von Mises Institute, 18 Mar. 2011. Disponível em: <<http://mises.org/daily/5120/Is-QE3-Ahead>>.

ROGOFF, K.; REINHART, C. **This time is different**: eight centuries of financial folly. Princeton: Princeton University Press, 2009.

SAHADI, J. **Debt ceiling to be hit by May 16**. CNN Money, 4 Apr. 2011. Disponível em: <[http://money.cnn.com/2011/04/04/news/economy/debt\\_ceiling\\_deadline/index.htm](http://money.cnn.com/2011/04/04/news/economy/debt_ceiling_deadline/index.htm)>.

SAMUELSON, P. A. **Stability and growth in the American economy**. Stockholm: Almqvist and Wiksell, 1962. (Wicksell Lectures).

SARGENT, T.; WALLACE, N. Rational expectations, the optimal monetary instrument and the optimal money supply rule. **Journal of Political Economy**, v. 83, n. 2, p. 241-254, abr. 1975.

\_\_\_\_\_. Rational expectations and the theory of economic policy. **Journal of Monetary Economics**, v. 2, n. 2, p. 169-183, abr. 1976.

SHENN, J.; BRENNAND, M. Greece, Ireland, Portugal will probably need to restructure, Kashkari says. **Bloomberg News**, 12 Apr. 2011. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/news/2011-04-12/greece-ireland-portugal-will-probably-need-to-restructure-kashkari-says.html>>.

SHILLER, R. J. Fear of a double dip could cause one. **The New York Times**, 15 maio 2010, p. BU5. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2010/05/16/business/16view.html>>

STRATFOR GLOBAL INTELLIGENCE. **The financial crisis in Europe**. Austin: Stratfor, 13 out. 2008. Disponível em: <<http://www.istockanalyst.com/article/viewarticle/articleid/2702034>>.

STIGLITZ, J. E. **Freefall**: free markets and the sinking of the global economy. Londres: Allen Lane, 2010a.

\_\_\_\_\_. Why easier money won't work. **The Wall Street Journal**, 23 Oct. 2010b. Disponível em: <<http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304023804575566573119083334.html>>.

THOMAS JUNIOR, L. Tests show Irish banks still ailing. **The New York Times**, 30 mar. 2011a. Disponível em: <[http://www.nytimes.com/2011/03/31/business/global/31bank.html?\\_r=1&emc=eta1](http://www.nytimes.com/2011/03/31/business/global/31bank.html?_r=1&emc=eta1)>.

\_\_\_\_\_. Pain of British fiscal cuts could inform U.S. debate. **The New York Times**, 14 abr. 2011b. Disponível em: <[http://www.nytimes.com/2011/04/15/business/global/15ihtpound15.html?\\_r=1&emc=eta1](http://www.nytimes.com/2011/04/15/business/global/15ihtpound15.html?_r=1&emc=eta1)>.

TORRES FILHO, E. T.; BORÇA JÚNIOR, G. R. A crise do *subprime* ainda não acabou. **Visão do Desenvolvimento**, Rio de Janeiro, n. 50, 14 jul. 2008.

TRICHET, J.C. **Introductory statement to the press conference**. Frankfurt am Main: ECB, 9 jun. 2011. Disponível em: <<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2011/html/is110609.en.html>>

TURGUT, P. The economic crisis hits eastern Europe. **Time Magazine**, 25 fev. 2009. Disponível em: <<http://www.time.com/time/business/article/0,8599,1881715,00.html>>.

VINA, G. EU officials pledge bank aid as credit tightens. **Bloomberg**, 30 Sept. 2008. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=az9lgbsc95ul&refer=home>>.

VITS, C.; RANDAW, J. Trichet says interest-rate increase by the ECB next month is a possibility. **Bloomberg News**, 3 Mar. 2011. Disponível em: <<http://>



[www.bloomberg.com/news/2011-03-03/trichet-says-european-central-bank-needs-strong-vigilance-on-inflation.html](http://www.bloomberg.com/news/2011-03-03/trichet-says-european-central-bank-needs-strong-vigilance-on-inflation.html)>.

WALKER, M.; COHEN, A. EU rebuffs calls to increase fiscal stimulus, *Aid. The Wall Street Journal*, 20 mar. 2009. Disponível em: <<http://online.wsj.com/article/SB123747972153985751.html>>.

WALTERS, A. A. Consistent expectations, distributed lags, and the quantity theory. *Economic Journal*, v. 81, n. 322, p. 273-281, June 1971.

WEBB, M. S. Uma pequena lista das coisas que podem atrapalhar a bolsa em 2011. *Valor Econômico*, p. D3, 19 jan. 2011. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/arquivo/868035/uma-pequena-lista-das-coisas-que-podem-atrapalhar-bolsa-em-2011>>.

WHITE, A. EU presidency: US stimulus is “the road to hell”. *The Huffington Post*, 25 mar. 2009. Disponível em: <[http://www.huffingtonpost.com/2009/03/25/mi-rek-topolanek-useconom\\_n\\_178868.html](http://www.huffingtonpost.com/2009/03/25/mi-rek-topolanek-useconom_n_178868.html)>.

WHEELOCK, D. Lessons Learned? Comparing the Federal Reserve’s responses to the crises of 1929-1933 and 2007-2009. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, p. 89-107, Mar./Apr. 2010. Disponível em: <<http://research.stlouisfed.org/publications/review/10/03/Wheelock.pdf>>.

WOLFF, M. Faltering in a stormy sea of debt. *Financial Times*, 23 Apr. 2011. Disponível em: <<http://www.ft.com/cms/s/0/ec330a70-6aaf-11e0-80a1-00144feab49a.html>>.

#### BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

BLAS, J.; MEYER, G. Obama blames speculators for oil price rises. *Financial Times*, 19 abr. 2011. Disponível em: <<http://www.ft.com/cms/s/0/244ac326-6aab-11e0-80a1-00144feab49a.html#axzz1KM4FqF8t>>.

BUITER, W. Quantitative easing and qualitative easing: a terminological and taxonomic proposal. *Blogs Financial Times*, 9 Dec. 2008. Disponível em: <<http://blogs.ft.com/maverecon/2008/12/quantitative-easing-and-qualitative-easing-a-terminological-and-taxonomic-proposal/>>.

BUITER, W.; RAHBARI, E. *Greece the fiscal crisis in the Eurozone, Polycy Insights*. n. 51, p. 2-15, Oct. 2010. Disponível em: <<http://www.cepr.org/pubs/PolicyInsights/PolicyInsight51.pdf>>.

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *World Economic Outlook*: tensions from the two-Speed Recovery unemployment, commodities, and capital flows. Washington: IMF, abr. 2011. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/index.htm>>.

JOFFE-WALT, C. How Ireland's bank bailout shook the world. **VPR news**, 23 nov. 10. Disponível em: <<http://www.vpr.net/npr/131538931/>>.

POGATCHNIK, S. Crisis as Irish bank bailout grows. **The Independent**, 28 Sept. 2010. Disponível em: <<http://www.independent.co.uk/news/world/europe/crisis-as-irish-bank-bailout-grows-2093730.html>>.

## O GÊNIO FORA DA GARRAFA: A EVOLUÇÃO DA POLÍTICA *TOO BIG TO FAIL* E A ESTRATÉGIA BANCÁRIA DOS ESTADOS UNIDOS\*

Gary Arthur Dymksi\*\*

Faz necessariamente parte do negócio de um banqueiro manter as aparências e professar uma respeitabilidade convencional que é mais do que humana. Práticas vitalícias deste tipo os tornam os mais românticos e menos realistas dos homens. O não questionamento de suas posições é uma parte tão vital de sua especialidade, que nem eles próprios as questionam até que seja tarde demais. Como cidadãos honestos que são, eles sentem uma indignação verdadeira diante dos perigos do mundo perverso em que vivem – quando os perigos amadurecem; mas não os preveem. Uma conspiração de banqueiros! A ideia é absurda. Queria que existisse uma! Assim, se eles são salvos, será, então, a despeito deles mesmos (KEYNES, 1931, p. 178).

Adam Smith teria ficado encantando. Os custos de informação e transação estão caindo. Novos competidores estão entrando no campo de serviços financeiros, enquanto outros buscam dele sair ou combinar-se a outros participantes viáveis da forma mais elegante possível. Novos produtos financeiros são introduzidos quase que diariamente, seu número e variedade sendo limitados somente pela imaginação humana. Barreiras artificiais à competição, algumas das quais existem há décadas, têm sofrido uma erosão constante (...). Um ambiente de competição vigorosa, baseada em seu âmago no conceito de Adam Smith de vantagem competitiva e especialização, está gerando enormes benefícios nos preços e qualidades dos produtos disponíveis aos clientes de todos os tipos (WALTER, 1985, p. 1).

(...)

A expansão de funções múltiplas, o modelo *large complex financial institutions* (LCFI), cria um risco sistêmico maior (...). A menos que a legislação financeira (...) tenha sucesso em reduzir o risco e a alavancagem de ativos das LCFI, existe um forte argumento econômico em favor de algum tipo de retorno ao Glass-Steagall e à separação funcional (RICHARDSON, SMITH e WALTER, 2011, p. 196).

---

\* Texto elaborado com informações disponíveis até 15 de junho de 2011.

\*\* Professor do Departamento de Economia da Universidade da Califórnia, Riverside. Membro da American Economic Association, da Association for Evolutionary Economics, pesquisador associado do Economic Policy Institute, em Washington, e membro dos conselhos editoriais do periódico *Geoforum*, da *Revista Internacional de Economia Aplicada* e da *Revista Latino-Americana de Economia*.

## 1 INTRODUÇÃO

O problema das instituições *too big to fail* (TBTF)<sup>1</sup> tem estado no centro dos debates de política pública em três períodos distintos da história financeira recente. Ele surgiu em setembro de 1984, quando o presidente do Office of the Comptroller of the Currency (Escritório da Controladoria da moeda) dos Estados Unidos,<sup>2</sup> Todd C. Conover, usou esta frase em uma audiência no Congresso sobre o Banco Continental Illinois, o então sétimo maior banco dos EUA e com problemas de insolvência e corridas bancárias desde abril de 1984. O conceito de *too big to fail* figurou centralmente na resolução das crises bancárias daquela década. O *too big to fail* fez uma segunda aparição nos anos 1990: grandes bancos japoneses e franceses e o *hedge fund* Long-Term Capital Management (LTCM) exigiram níveis massivos de assistência pública. A crise financeira de 2007-2009 assistiu então à terceira aparição do *too big to fail*: após a falência do Lehman Brother em setembro de 2008, os vários resgates altamente divulgados tornaram o *too big to fail* um termo familiar.

Este artigo revisa essa história e desenvolve dois argumentos. Primeiro, o fenômeno *too big to fail* evoluiu dramaticamente: passou de um *status* conferido por reguladores governamentais a grandes bancos economicamente importantes – mas insolventes –; para o *status* alcançado por um complexo de grandes empresas bancárias – com base no seu controle direto e indireto sobre as operações do dia-a-dia dos principais mercados financeiros. Como originalmente formuladas nos anos 1980, as políticas *too big to fail* visavam estabilizar instituições insolventes para manter a ordem nos mercados financeiros e preservar importantes objetivos financeiros (particularmente um sistema de financiamento hipotecário viável). Contudo, o *status too big to fail* agora se refere à reivindicação dos megabancos, na qual qualquer desafio regulatório ou restrição à sua liberdade de ação comprometem o crescimento econômico e a integridade do mercado financeiro.

O segundo argumento desenvolvido aqui é a demora dos analistas em levar em conta essa mudança. As avaliações da natureza do *too big to fail* e da ameaça introduzida pela política *too big to fail* para a estabilidade financeira e a prosperidade econômica ficaram defasadas em relação à evolução institucional. Este atraso surgiu porque os especialistas focaram largamente em como o *too big to fail* interfere na disciplina do mercado – ignorando as implicações para a política *too big to fail* da transformação estratégica do sistema bancário –, que

---

1. Nota dos editores: "grande demais para falir". O termo original em inglês é largamente utilizado na literatura e será mantido neste texto.

2. Nota dos editores: o Office of the Comptroller of the Currency é um órgão do Departamento do Tesouro dos EUA encarregado de aprovar, regular e supervisionar os bancos do país e as associações federais de poupança.

se desdobrou no ambiente regulatório em evolução criado pelas intervenções *too big to fail*. Ironicamente, a maioria dos analistas argumentava até recentemente que, para superar as consequências adversas do *too big to fail*, seria melhor dar aos bancos o máximo de liberdade de ação nos mercados, incluindo fusões e aquisições. Entretanto, foi precisamente esta liberdade de ação que permitiu que os megabancos criassem uma versão do *too big to fail* institucionalmente entrenchada. Na esteira da crise financeira de 2007-2009, muitos economistas estão repensando suas ideias sobre a estrutura e a regulação de mercado financeiro, em grande parte para conter a política *too big to fail*.

Este artigo se estrutura da seguinte forma. A seção 2 revisa as origens do *too big to fail* e o define, fazendo uma distinção crucial entre uma *intervenção too big to fail* e uma *política too big to fail*. A seção 3 discute como o *too big to fail* afeta a estratégia bancária. As seções 4 e 5 exploram a emergência da política *too big to fail* nos anos 1980. A seção 6, então, descreve as mudanças estratégicas e a competição por fusão e aquisição que precede a crise das hipotecas *subprime*. A seção 7 revisa o desdobramento da crise financeira de 2007-2009, com atenção especial para as intervenções *too big to fail*. A seção 8 reflete sobre as mudanças no debate sobre a regulação financeira e a política *too big to fail* após esta última crise; bem como discute brevemente a reforma legislativa nos EUA e a reação feroz do setor financeiro em relação a estas reformas. A seção 9 conclui e brevemente trata das implicações do *too big to fail* para o Brasil, a Rússia, a Índia, a China e a África do Sul (BRICS), que agora estão ponderando as próximas etapas em sua evolução financeira doméstica. Note-se que os desenvolvimentos nos EUA aparecem como o foco do trabalho: o conceito *too big to fail* foi primeiramente articulado lá e lá é evocado com mais força.<sup>3</sup>

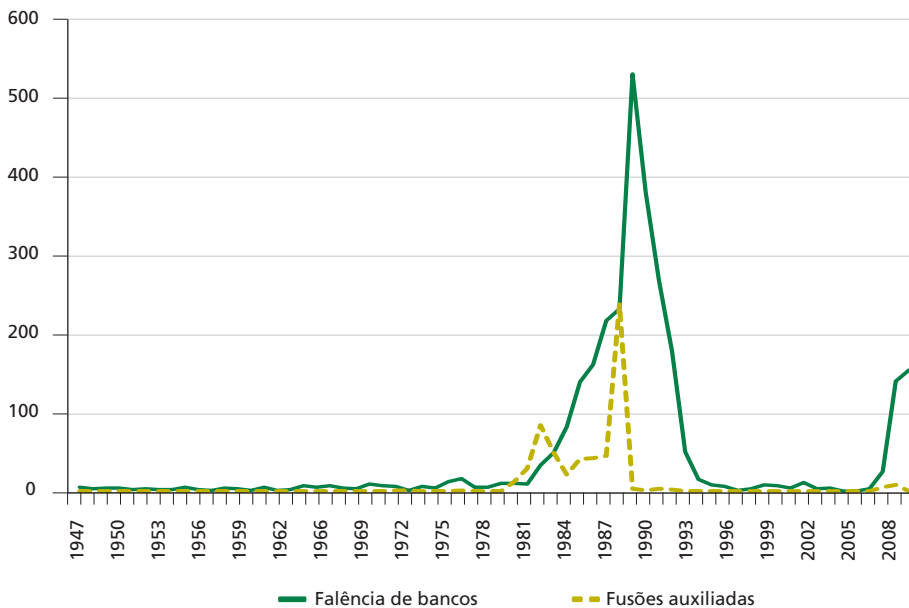
## 2 AS ORIGENS E ELEMENTOS DA DOCTRINA *TOO BIG TO FAIL* NO SISTEMA BANCÁRIO

O sistema bancário dos EUA foi reestruturado nos anos 1930 na esteira dos imensos problemas de insolvência e corridas bancárias sofridos por muitas instituições durante a Grande Depressão. Desde que o presidente Franklin D. Roosevelt começou seus quatro mandatos declarando um feriado bancário de um mês de duração, a ênfase desta reestruturação foi “segurança primeiro”: atividades bancárias e política competitiva de preços foram fortemente restringidas e a expansão geográfica foi bloqueada. Uma implicação importante deste arranjo foi a quase inexistência de falências bancárias. O gráfico 1 demonstra isto dramaticamente – anualmente, ocorreram somente 3,9 falências de bancos comerciais entre 1947 e 1974.

---

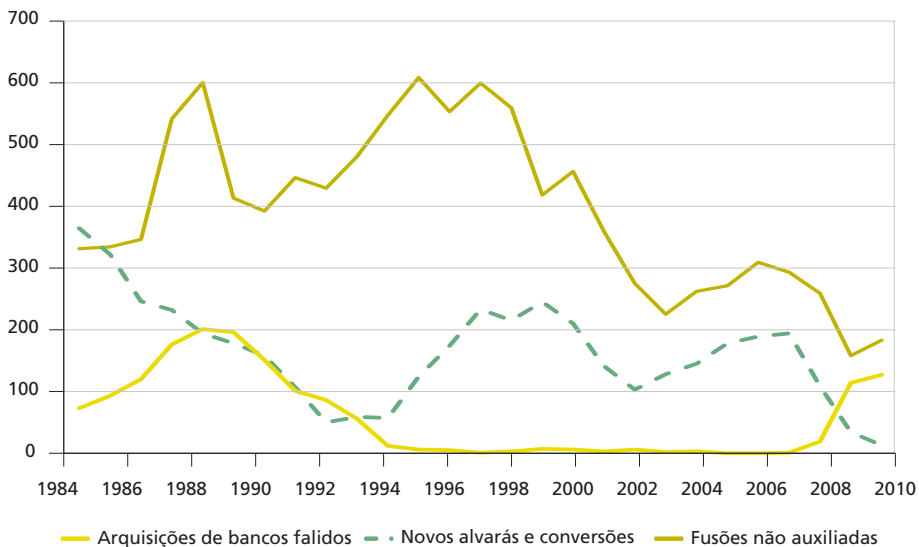
3. Dymski (2010) fornece um tratamento recente de estrutura financeira que inclui a atividade bancária japonesa e europeia.

**GRÁFICO 1**  
**Falências de bancos comerciais e fusões auxiliadas (1947-2010)**



Fonte: Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC, [s.d.]).

**GRÁFICO 2**  
**Fusões não auxiliadas, novos alvarás e conversões, e aquisições de bancos falidos (1984-2010)**



Fonte: FDIC (s.d.).

A base legal para as intervenções *too big to fail* foi estabelecida no Ato Federal de Seguro de Depósito (*Federal Deposit Insurance Act* – FDIA) de 1950, que modificou as diretrizes operacionais para a Corporação Federal de Seguro de Depósito (*Federal Deposit Insurance Corporation* – FDIC).<sup>4</sup> Até então, os reguladores do sistema bancário do governo federal dos EUA tinham duas opções para resolver o problema de uma instituição insolvente: fechamento, com a liquidação de ativos e pagamentos para depositantes assegurados; ou encontrar outra empresa disposta a adquirir os ativos desta instituição e assumir seus passivos. O FDIA disponibilizou uma terceira opção: o FDIC poderia prestar assistência, ajudando uma instituição por meio de empréstimos ou aquisições de ativos até que ela se recuperasse das dificuldades. Este estatuto limitou a opção de “assistência” para os casos onde a “operação contínua do banco é essencial para prover serviço bancário adequado”. Os reguladores evitaram esta terceira opção por muitos anos por receio, pois, se bancos regionais – ou nacionalmente – importantes fossem vistos como imunes à liquidação, os mercados para suas ações seriam distorcidos.

Este mecanismo legal *too big to fail* não foi criado para impor custos ao contribuinte. A ideia era evitá-los por meio da paciência ao permitir que bancos insolventes recuperassem sua viabilidade gradualmente. Para entender porque reguladores evitaram o *too big to fail* e porque muitos comentaristas a criticaram, devemos distinguir uma intervenção *too big to fail* de uma política *too big to fail*.

Em essência, uma intervenção *too big to fail* implica quatro elementos. Primeiro, um ou mais importantes intermediários financeiros estão insolventes ou em perigo de insolvência. Segundo, a posição destes bancos em um sistema financeiro supervisionado por um governo com capacidade e credibilidade para prevenir a falência destas instituições. Terceiro, uma ação deste governo supervisor que previna a falência das instituições em perigo. Quarto, uma consciência generalizada entre os participantes do mercado de que a ação foi tomada para prevenir não só a insolvência da instituição auxiliada, mas a possível difusão dos efeitos adversos desta insolvência nos mercados financeiros e na economia em geral.

Em contraste, uma política *too big to fail* consiste em um pré-compromisso por parte de um regulador financeiro para prevenir a falência de um conjunto de intermediários financeiros. A falência real ou potencial destes intermediários poderia gerar a difusão de efeitos adversos, comprometendo a integridade do sistema financeiro e/ou da economia. O regulador em questão deve ter a capacidade e autoridade para implementar esta política.

---

4. A FDIC foi criada como uma corporação governamental temporária pelo Ato Bancário (*Banking Act*) de 1933. Esta lei, popularmente conhecida como o Ato Glass-Steagall, também separou os bancos de investimento dos bancos comerciais. A FDIC fornece seguro para os depósitos nos bancos comerciais membros. Um sistema paralelo para instituições de poupança e de empréstimo seria a Corporação Federal de Seguro de Poupança e Empréstimos (*Federal Saving and Loan Insurance Corporation*), criada pelo *National Housing Act* de 1934. O Ato de 1950 estabeleceu as diretrizes de operação permanentes da FDIC.

Ambas as definições repousam sobre contrafactuais que tipicamente não são testados. A noção de que a falência de uma instituição financeira causaria efeitos adversos significativos pode ser testada somente se esta falência for permitida. Se isto nunca ocorrer, então a premissa é na melhor das hipóteses não testada, e na pior das hipóteses um exercício de circularidade lógica. É impossível saber qual é o caso – circularidade lógica ou falta de prova. Esta é uma daquelas situações de incerteza lembrada por Keynes, e na qual as crenças e a confiança com que as crenças são mantidas têm imensa importância. A este respeito, vale a pena lembrar a observação de Keynes em 1931 (reproduzida na epígrafe), na qual os banqueiros não gostam que seus julgamentos sejam questionados.

Existe, de qualquer modo, uma grande diferença entre uma intervenção *too big to fail* e a crença dos participantes de mercado na existência de uma política *too big to fail*. Neste último caso, aqueles intermediários que acreditam serem *too big to fail* podem mudar seu comportamento para que possam conduzir, em última instância, a premissa ao teste de experiência. Por esta razão, quando se conduz qualquer intervenção que se julga ser um plano de resgate *too big to fail*, a lógica da situação demanda que as autoridades declarem firmemente que esta ação é tão lamentável quanto não repetível. O único método seguro que garante que nenhum participante do mercado financeiro acredite na existência de uma política *too big to fail* é nunca realizar uma intervenção que possa ser interpretada como estando motivada por preocupações *too big to fail*.

De qualquer modo, uma política *too big to fail* nunca pode ser declarada como tal. Deve haver certa imprecisão sobre quais instituições estão “dentro” ou “fora” do grupo *too big to fail*. Ao criar uma legislação, é importante que a linguagem específica usada – como o termo “essencial” no FDIA de 1950 – não estabeleça delimitações claras em relação a quais empresas cumprem a norma implícita. Veremos que *too big to fail* foi introduzido nos Estados Unidos de tal maneira que a ampliação dos comportamentos de risco foi quase certamente encorajada.

Um governo que tem a capacidade de implementar uma intervenção *too big to fail* ou de adotar uma política *too big to fail* pode ser motivado por vários objetivos diferentes: *i*) preservar as operações em curso das instituições abrangidas como sendo de entidades independentes; *ii*) preservar o valor do patrimônio líquido e/ou das dívidas dos proprietários e/ou acionistas das instituições abrangidas; e *iii*) manter a viabilidade do sistema financeiro como um todo, ou das partes nas quais as instituições abrangidas estão envolvidas. Por trás destes objetivos, está aquele considerado primordial do governo: o de preservar o valor da moeda nacional e, portanto, a posição da moeda do país nos mercados monetários globais. Em última instância, o que está em jogo aqui, em uma sequência potencial de insolvências financeiras desastrosas, é a própria reivindicação de soberania de



qualquer governo. Uma medida crucial disto é se o governo é capaz de emitir uma moeda que mantenha seu valor estável, e se é capaz de conservar o controle efetivo sobre as empresas e agências para as quais concede privilégios especiais para utilizar – e até mesmo multiplicar seu volume efetivo – esta moeda.

Quatro comentários devem ser feitos. Primeiro, preservar uma instituição por meio de sua nacionalização não constitui um resgate *too big to fail*. Neste caso, os proprietários da instituição perdem qualquer perspectiva futura de recapturar o valor do seu patrimônio líquido. Segundo, a noção na qual um intermediário financeiro é (na linguagem do FDIA de 1950) “essencial” para prover “atividade bancária” (ou algo semelhante) e, assim, *too big to fail*, invariavelmente levanta a questão do significado disto. Este é um alvo em movimento e, em um sistema financeiro complexo, as atividades principais de um participante podem ser frívolas especulações de outro participante e vice-versa. Terceiro, se referir a qualquer instituição como *too big to fail* é presumir que uma política *too big to fail* está em vigor. E quarto, o *too big to fail* está intimamente ligado aos conceitos de renda econômica e *rent-seeking*. A renda econômica surge quando os participantes em processos alocativos obtêm pagamentos por meio de sua vantagem posicional e não de seus esforços produtivos. Ou seja, a renda é um pagamento que não pode ser considerado uma recompensa legítima por um esforço ou assunção de risco. As rendas que uma parte obtém a partir de seu controle sobre o acesso a recursos – ou o acesso não remunerado a garantias de terceiros contra perdas – impõem custos a outros membros da sociedade. Em princípio, se o processo de alocação fosse melhor desenhado, estas rendas desapareceriam.

Os recursos transferidos em uma intervenção *too big to fail* são facilmente classificados como renda. O aumento da assunção de riscos por intermediários operando sob a premissa de estarem debaixo de um “guarda-chuva” *too big to fail* gera renda, pois os credores destas instituições estão protegidos (depositantes grandes ou pequenos, detentores de títulos, proprietários). Esta renda é provavelmente refletida nos ágios pagos sobre os preços de suas ações e títulos.

### 3 ESTRATÉGIA FINANCEIRA E A LÓGICA DO *TOO BIG TO FAIL*

Entender a transformação do *too big to fail* e seu papel na crise econômica de 2007-2009 requer uma compreensão da evolução das estratégias das instituições financeiras desde o final dos anos 1970. O objetivo nestes breves comentários é destacar as ligações entre as estratégias bancárias e a política *too big to fail*.<sup>5</sup>

As motivações das firmas bancárias variam com o tempo e entre instituições, mas sempre se aproximam da maximização de lucro esperado nos mercados aos

---

5. Para um tratamento mais detalhado da estratégia bancária, ver Smith e Walter (2003) e Walter (2003).

quais estas empresas têm acesso. A atividade bancária no varejo envolve a provisão de serviços bancários essenciais que as empresas e as famílias, em qualquer localidade, precisam, em suas atividades econômicas cotidianas – pagamentos, transferência de fundos e empréstimos. Se as leis bancárias permitem, os bancos podem oferecer outros serviços financeiros *cotidianos* – seguro, financiamentos especiais, transferências eletrônicas e outros. Os bancos que oferecem estes serviços podem operar somente localmente ou podem estender estas atividades para o âmbito nacional.

Além das atividades financeiras *cotidianas*, os bancos podem gerar lucros provendo serviços financeiros para grandes empresas que operam à escala nacional ou global e/ou para indivíduos ricos com acesso aos mercados globais. Isto depende da possibilidade de os bancos terem acesso a instrumentos e mercados que possam facilitar as transações globais: crédito comercial, seguro, *hedging* de taxas de câmbio, transferências de fundos e outros. Aqui são cruciais: a moeda nacional funcionar como uma moeda de reserva global ou ser prontamente aceita na liquidação de dívidas no exterior; a presença ou ausência de mercados de capitais robustos dentro das fronteiras nacionais ou regionais; e as políticas nacionais de impostos e de regulação. Os bancos que obtêm acesso a sofisticados mercados financeiros nacionais e globais, por sua vez, podem ser capazes de assumir posições nestes mercados por conta própria. Quando este comportamento é factível, é importante diferenciar o comportamento dos bancos como “intermediário” – o que envolve a busca de lucros por meio da provisão de serviços financeiros para os consumidores, principalmente os depositantes – e dos bancos como “principal” – o que envolve a busca de lucros em nome dos seus proprietários e/ou empregados.

A forma como os bancos ganham lucros depende de como estas atividades são estruturadas. Ao longo do tempo, relações financeiras apoiadas nos balanços de intermediários – depósitos, compras e vendas de *securities* (títulos e ações), e empréstimos – geram juros. Atividades que se estendem no tempo também geram riscos que devem ser gerenciados ao longo do período. Os dois mais importantes são: o risco de liquidez – a probabilidade de que o custo de financiamento de certo portfólio de ativos exceda os retornos destes – e o risco de inadimplência – a probabilidade que os fluxos prometidos de pagamento relativos a ativos não sejam realizados. Taxas sobre os serviços financeiros constituem uma forma alternativa, e cada vez mais dominante, de geração de receita. Nestes casos, o intermediário financeiro que oferece um serviço é remunerado por pagamentos únicos ou recorrentes. O conceito da taxa por serviço (*fee-for-service*) engloba diversas atividades: a venda de apólices de seguro; o agrupamento de empréstimos e sua venda na forma de títulos; a provisão de garantias que o crédito será fornecido em uma base contingente; e outros. A ideia é registrar taxas e evitar riscos. Nem sempre é evidente, até as condições do mercado piorarem, que as transações geradoras destas taxas podem conduzir a riscos duradouros.

### 3.1 Expansão do mercado e fusões bancárias

*Ceteris paribus*, a obtenção de maiores lucros requer a maior penetração nos mercados bancários já existentes, a expansão a novos mercados geográficos e/ou a expansão a novas áreas de produtos financeiros. Se um banco é ou não capaz de expandir-se desta forma depende, por sua vez, da adequação de seu capital, da tecnologia disponível e da regulamentação sobre a expansão do mercado.

Antes da revolução da tecnologia da informação do último quarto do século XX, os negócios financeiros estavam organizados de acordo com a escala do mercado: os bancos nacionais (frequentemente “bancos do centro financeiro”<sup>6</sup> baseados em Nova Iorque) forneciam crédito e serviços ao longo do tempo para clientes corporativos maiores e; os bancos locais para clientes menores, cada um fazendo uso extensivo das vantagens informacionais específicas à escala. Ao mesmo tempo, empresas financeiras não bancárias vendiam outros serviços financeiros. Depois da revolução da tecnologia da informação, esta divisão em três mercados foi rompida. A coleta e a avaliação de informações padronizadas permitiram que os bancos fizessem empréstimos à distância, com os maiores intermediários tendo claras vantagens em função de sua maior sofisticação tecnológica e habilidade em absorver custos fixos.

Outro fator que impulsionou a expansão do mercado foi o afrouxamento de regras nas fusões e nas aquisições bancárias. As crises no sistema bancário, a partir do fim dos anos 1970, aumentaram as oportunidades de entrada no mercado: tanto porque alguns bancos ficaram financeiramente mais fracos e dispostos a serem adquiridos, como porque os reguladores passaram a crescentemente favorecer as fusões e as aquisições como ferramentas para solucionar o problema de “excesso” de bancos nos EUA (DYMSKI, 1999).

Uma mudança fundamental na filosofia regulatória ocorreu entre as presidências de Jimmy Carter e Ronald Reagan no começo dos anos 1980. Até então, potenciais fusões e aquisições bancárias eram avaliadas com base nas leis existentes relativas à expansão geográfica, utilizando critério antitruste. A partir de então, a doutrina de “mercados contestáveis” (BAUMOL, PANZAR e WILLIG, 1982) ganhou ascendência. Esta teoria sugere que, desde que a entrada de novos competidores em um mercado seja factível, uma estrutura de mercado monopolista não implica que as empresas neste mercado possam obter rendas monopolistas. Além disso, apesar das evidências convincentes sobre as economias de escala ou de escopo no setor bancário, reguladores e analistas aceitaram a premissa de que os EUA tinham um excesso de bancos. Assim, fusões e aquisições que diminuíssem o número de firmas financeiras aumentariam a eficiência, e o

---

6. Nota dos editores: no original, *money-center banks*, designação dos grandes bancos sediados em um centro financeiro cujas operações se concentram em governos, corporações e outros bancos, apesar de também atuarem no varejo.

relaxamento das regras para as transferências do controle facilitaria a entrada potencial e geraria ganhos de eficiência que poderiam ser divididos com os clientes dos bancos. Em consequência, os reguladores começaram a ver como atávicas as leis e regulamentos que restringiam as atividades e a expansão geográfica de empresas financeiras.

Este pacto forneceu o mecanismo para o crescimento por fusão de vários bancos importantes, incluindo NationsBank, First Union, Sun Trust e Wachovia. Assim, as fusões bancárias e a expansão das atividades financeiras de bancos cresceram lado a lado com a desregulamentação da atividade bancária. O gráfico 2 mostra a explosão no número de fusões bancárias nos anos 1980.

Consequentemente, ao longo das últimas três décadas, as fusões e aquisições bancárias – assistidas (ligadas a uma falência) e não assistidas – cresceram de forma desenfreada, levando a flutuações imensas no *mix* de bancos que atendem a mercados locais. Geralmente, cada vez mais os mercados locais são atendidos por um punhado (no máximo) de grandes megabancos e por um pequeno número de “bancos de nicho” (geralmente autorizados a partir de 1981).

### 3.2 Fatores geoeconômicos

Dado o estado da tecnologia e do regime regulatório, a estratégia de uma empresa bancária (incluindo o planejamento de aquisições) é delineada com base em seu tamanho e suas atividades, uma vez que estes interagem com a escala e o alcance de mercado de seus clientes. Se possíveis aquisições são factíveis ou não depende de elas poderem ser financiadas. Isto, por sua vez, depende dos lucros dos bancos e do acesso a mercados de capital robustos.<sup>7</sup> No geral, o tamanho, a riqueza e os mercados financeiros da economia nacional definem uma base para a escala na qual suas empresas financeiras podem atuar. Operar em escalas maiores exige acesso a clientes e fontes de liquidez em outras nações.

Sobreposta a qualquer estrutura global dada de mercados bancários está uma distribuição de poder “geoeconômico”. Para qualquer Estado-nação, considerem-se as respostas para estas três questões: emite moeda que é aceita universalmente como forma de pagamento? Seu banco central é capaz de operar como prestador de última instância (*lender-of-last resort*) em caso de crise financeira? E esta nação pode sustentar saldos sistematicamente negativos (positivos) na sua conta-corrente (capital) sem consequências adversas severas para o valor da sua moeda? As respostas para estas questões são geralmente, mas não invariavelmente,

---

7. A importância da restrição de capital para um banco sediado fora dos centros monetários dos EUA é ilustrada por outra citação de McColl. Ela se refere à aquisição do Boatmen's Bancshares of Missouri em 1996 pelo NationsBank, sua primeira aquisição fora do Sul. Nesta ocasião, como em muitas outras, a empresa de McColl vendeu ações para garantir o acordo: “[isto] nos permitiu acumular capital. Eu sempre tive uma litania que dizia, ‘sem o Boatmen’s, sem o Barnett; sem o Bank of America’. Portanto, eu precisava do capital deles. Eu precisava do capital amalgamado para crescer” (Hills, 2007, p. 91).

iguais: nações cujas moedas são prontamente aceitas são mais bem capacitadas para realizar a criação de liquidez necessária para resolver crises financeiras. Um país para o qual as três perguntas podem ser respondidas positivamente possui poder geoeconômico.

Em qualquer momento, somente um punhado de países possui poder geoeconômico – esta é a lógica por trás do termo. Somente estes países são capazes de fornecer recursos globais, intervir de forma independente em crises financeiras e sustentar desequilíbrios transfronteiriços contínuos. A intervenção *too big to fail* é um exemplo de intervenção independente. Os dois fatores estão ligados. Um país pode sistematicamente manter um déficit de conta-corrente somente se as contrapartes em outros países estiverem dispostas a acumular ativos denominados em sua moeda. Os EUA são o exemplo recente disto.

A dimensão geoeconômica tem implicações importantes para a intermediação financeira. Bancos em países com superávits sustentados em conta-corrente tendem a tornarem-se grandes (Japão nos anos 1980, China nos anos 2000). Bancos em países com capacidade de emprestador de última instância desfrutam de uma margem de segurança a mais, já que eles têm maior probabilidade de serem protegidos em recessões.

Um regulador que carece do poder de emprestador de última instância tem como o seu principal objetivo manter as operações realizadas pelos seus bancos sólidas e seguras – como carecem da habilidade para sanar problemas sistêmicos, estes problemas devem ser evitados. Um regulador com poder de emprestador de última instância tem um objetivo principal diferente – isto é, manter a integridade operacional de seus mercados financeiros. Sabendo disto, seus maiores bancos nacionais podem arriscar mais. De fato, quanto mais certos estão da habilidade da autoridade regulatória em manter a ordem nos mercados financeiros nacionais, mais eles podem ignorar a possibilidade de um “desastre de mercado” ao formularem suas estratégias.

Em suma, o grau de “hegemonia” nacional fundamenta implicitamente as estratégias das empresas, incluindo seus planos de fusão. Empresas financeiras que se consideram protegidas contra a falência são mais propensas a assumir posições mais arriscadas e operar mais como “principal” (agir em nome dos interesses de seus acionistas) que como “intermediário” (agir em nome dos interesses de seus depositantes).

### 3.3 Estratégias das empresas financeiras e a política *too big to fail*

Esta discussão conduz a algumas observações sobre a política *too big to fail*. Primeiro e mais óbvio, a política *too big to fail* tem mais possibilidade de surgir em nações com reguladores que são favoráveis a fusões e aquisições e que possuem

poder geoeconômico. Dois lados são necessários para um cenário *too big to fail*: em um, tem-se um banco dotado (ou em busca) deste *status*; em outro, um regulador que esteja disposto e seja capaz de fornecer garantia *too big to fail*.

Segundo, um regulador somente pode tornar uma garantia *too big to fail* crível se os mercados acreditarem que o *status* de moeda reserva e que as capacidades de empréstador de última instância desta nação podem sustentar-se diante dos temores de crise financeira.

Terceiro – mudando para o nível institucional –, a questão importante não é se um banco é realmente *too big to fail*, mas se os reguladores e, por sua vez, os políticos, o tratam como *too big to fail*. Na prática, não obstante a intenção legislativa, mais importante que se considerar um banco “essencial” é os custos diretos e indiretos de sua falência serem vistos como piores que os custos de sua operação continuada. Isto inclui o cálculo feito pelos reguladores sobre a possibilidade de sua sobrevivência ser essencial para manter a ordem nos mercados financeiros.

Assim, o *too big to fail* envolve fé e crença, tanto quanto ou mais do que envolve “fatos” institucionais imutáveis. Por um lado, provar que qualquer instituição é *too big to fail* exigiria um experimento em tempo real que os reguladores não estão dispostos a conduzir; e caso os reguladores estiverem dispostos a deixar uma empresa falir (como no caso da Lehman Brothers), então claramente esta empresa não era *too big to fail*. Assim, a premissa é basicamente não testável. Por outro lado, as listas de instituições *too big to fail* – quando estas foram produzidas – também sugerem falácias nas premissas do conceito. Considere a tabela 1, que contém uma lista das 11 instituições identificadas pelo presidente do Office of the Comptroller of the Currency (OCC), Conover, em 1984 como *too big to fail*. Destas 11, somente cinco sobreviveram até o presente. Uma faliu e passou anos em concordata (Continental Illinois). Contudo, o banco que foi reconstituído pelas autoridades federais (Continental Bank) foi subsequentemente vendido para o Bank of America – assim como outro dos 11, o Security Pacific. O Bankers Trust não faliu, mas foi comprado pelo Deutsche Bank quando estava à beira da falência em 1998. Cinco destas 11 instituições se envolveram em uma sequência de fusões entre 1991 e 2004 que, eventualmente, trouxe todas sob o teto do JP Morgan-Chase. A maioria destas fusões ocorreu sob condições similares – os parceiros pré-fusão foram confrontados com empréstimos ruins ou outros problemas, e o entusiasmo de Wall Street com as perspectivas destas entidades combinadas pós-fusão, gerando um aumento nas cotações das ações detidas por seus proprietários. Os estudos empíricos, conduzidos próximos ao anúncio do presidente do OCC (O'HARA e SHAW, 1990), assim como aqueles conduzidos muito mais tarde (MORGAN e STIROH, 2005), constataram que as cotações das ações, os *ratings* e os custos de

captação destes 11 bancos foram positivamente afetados por estes fatos. Ser considerado *too big to fail* gera valor tangível.

Isso leva a um quarto ponto. Nenhuma estratégia esteve envolvida na lista de 1984 das 11 instituições *too big to fail*; o presidente do Office of the Comptroller of the Currency (OCC), Conover, simplesmente escolheu as maiores *holding* bancárias naquela época. Porém, conforme outras empresas as foram ultrapassando (por exemplo, quando o North Carolina National Bank – NNCB – se tornou o terceiro maior banco em 1991, devido a sua compra do Citizens and Southern National Bank/Sovran – C&S/Sovran –, mudando sua designação para NationsBank), implicitamente a lista mudou também. Com efeito, já que o fato de ser *too big to fail* adiciona valor, a abordagem do presidente do OCC tornou racional para os bancos próximos ao ponto de corte *too big to fail* correrem riscos para crescerem em tamanho.

Nos mercados bancários sob cobertura da proteção *lender-of-last resort* (emprestador de última instância), *too big to fail* pode ser jogado como um “jogo da galinha”: uma instituição pode arriscar-se mais para se tornar *too big to fail*; e uma vez *too big to fail*, ela tem um incentivo para se arriscar ainda mais, já que o valor esperado da penalidade pode ser descontado ou até mesmo desconsiderado.<sup>8</sup> Se a falência desta instituição vai ou não comprometer os mercados e os processos financeiros não é o fator crítico. O que importa é se os mercados acreditam que os reguladores pensam que sua falência terá este efeito.

Um quinto ponto sobre a ligação entre a política *too big to fail* e a estratégia bancária é: o “jogo da galinha” envolve o risco calculado de que a falência da empresa, mesmo sendo uma possibilidade aparente, nunca ocorra.<sup>9</sup> De qualquer modo, “falência” em si é um termo com muitos significados. Não falir significa que a própria empresa sobreviverá intacta e continuará a operar, com ou sem seus gestores atuais.

Sexto, a demanda de qualquer instituição para obter proteção *too big to fail* aumenta com sua interconectividade e opacidade. Quanto mais o balanço de uma instituição estiver interconectado com dívidas de curto prazo e responsabilidades de pagamentos, maior será a extensão das perdas e atrasos que resultariam de sua falência. Quando posições de balanço são opacas para terceiros e reguladores, e as posições de prestador e devedor estão interconectadas, a extensão da ruptura resultante da falência institucional não é calculável de antemão. Isto demonstra

---

8. O “jogo da galinha”, ou o *chicken game*, que é logicamente idêntico ao Dilema do Prisioneiro, está descrito em: <<http://www.gametheory.net/Dictionary/Games/GameofChicken.html>>. Ver também Dixit e Nalebuff (1991).

9. Foi precisamente este aspecto da falência do Lehman Brothers, em setembro de 2008, que convenceu muitas pessoas de dentro de Wall Street que o mundo que eles conheciam estava em perigo – ninguém supostamente deveria morrer após jogar seu carro de um penhasco.

o quão necessário é que os reguladores protejam as operações fundamentais do mercado financeiro. De qualquer maneira, uma empresa financeira pode atingir o *status* necessário de interconectividade: desempenhando serviços altamente técnicos dos quais o mercado inteiro depende; se envolvendo em um grande volume de negociações diárias e tomadas de posição que movimentam o mercado; ou crescendo tanto em um ou mais mercados financeiros importantes de modo que estes mercados dependam da presença desta empresa.

Isso leva a um sétimo e último ponto sobre *too big to fail* e estratégia. As empresas cujos gestores acreditam estar operando empreendimentos *too big to fail* estão elas mesmas em um jogo de blefe sobre quais empresas serão consideradas *too big to fail* pelas autoridades regulatórias no fim do dia. Isto porque, se um gestor adivinha errado, os ativos de sua empresa e suas posições no mercado serão tomados pelos competidores que realmente possuem este cobiçado *status*.<sup>10</sup> Ou seja, a proteção *too big to fail* não implica que qualquer empresa – que seja grande o suficiente – possa provocar uma crise por comportamento irresponsável, sabendo que a autoridade regulatória pode corrigir isto. Provocar perdas desastrosas em razão do excessivo risco assumido pode sinalizar a falta de perspectiva de uma empresa financeira – sua baixa confiabilidade, de um ponto de vista regulatório. Então, uma coisa é presumir que uma empresa tem proteção *too big to fail*, e outra que mantenha esta proteção em todas as circunstâncias.

Existe, portanto, uma linha tênue entre forçar para ser o primeiro ou o maior em novos mercados – para assegurar a escala de operação necessária – e ser considerado um dos mais confiáveis entre um grupo de empresas, de outro modo igualmente culpadas na pós-crise. Keynes (1931, p. 176) observou que, “um banqueiro ‘prudente’, lamentavelmente, não é aquele que prevê o perigo e o evita, mas aquele que, quando está arruinado, está arruinado de maneira convencional e ortodoxa junto a seus companheiros, de maneira que ninguém possa culpá-lo”. Como escapar da ruína assim como da culpa – ou seja, andar em cima da linha – não foi antecipado no ensaio de Keynes. Mas se o jogo de blefe *too big to fail* é vencido graças a um sentido de oportunidade refinado, conivência silenciosa entre reguladores e regulados ou simplesmente sorte, a sentença de Keynes sobre o decoro adequado que banqueiros “arruinados” devem manter após desastres financeiros ainda vale. Considerem-se os comentários de Lloyd Blankfein, presidente da Goldman Sachs, quando entrevistado por repórteres da *Economic Times* em Mumbai em 2010: “eu lamento que

---

10. Sorkin (2009) descreve as circunstâncias em torno das consequências da falsa impressão que Richard Fuld, presidente do Lehman Brothers, possuía, de que sua empresa cambaleante se encontrava tão seguramente na categoria *too big to fail* que sua falência era uma impossibilidade. Dois elementos destas circunstâncias eram que o então Secretário do Tesouro dos EUA, Henry Paulson, havia sido previamente presidente do Goldman Sachs, e que o Goldman Sachs ganharia se o Lehman Brothers fosse à falência.



tenhamos participado de transações que trouxeram alavancagem excessiva ao mundo. Isso levou pessoas a assumirem um excesso de alavancagem. Porém, estes eram os padrões da época”.<sup>11</sup>

#### 4 A TRIPLA CRISE BANCÁRIA NO FIM DA ERA DE OURO

A primeira metade do século XX envolveu experiências repetidas de colapso financeiro, depressão e guerra. Pânicos financeiros levaram a esforços para construir estruturas de governança e partilha de liquidez como proteção contra colapsos sistêmicos. Estes estavam longe de serem suficientes; na Grande Depressão, bancos faliram em grande número. Na sequência do feriado bancário de Franklin D. Roosevelt, medidas drásticas foram tomadas para estabilizar a atividade bancária. Bancos nos EUA emergiram dos anos da Depressão como negócios estritamente regulados, com mercados segmentados bem definidos, com pouca ou nenhuma capacidade de definir preços nos mercados nos quais poderiam competir. Em todo o mundo, sistemas bancários emergiram da Segunda Guerra Mundial como instituições domadas, com atividades e extensões de mercado cuidadosamente controladas.

Conforme a Era de Ouro do capitalismo maturava (GLYN *et al.*, 1988), as regulações bancárias e os controles nacionais sobre a posse e o controle de bancos afrouxaram gradualmente. O ímpeto inicial veio de bancos do centro financeiro, pressionando contra as regulações que limitavam sua capacidade em atender clientes corporativos e com elevados saldos, e que tinham acesso a mercados monetários. Um segundo ímpeto veio do crescente mercado do eurodólar. Porém, a virada decisiva ocorreu nos anos 1970, quando as condições para o crescimento macroeconômico estável se deterioraram. Quando os EUA desvincularam o dólar do ouro, a pressão inflacionária aumentou. As taxas de juros de mercado aumentaram e as do crescimento econômico estagnaram. Estas forças tiveram vários impactos. Os saltos no preço do petróleo mudaram os fluxos financeiros globais e forçaram a “reciclagem dos petrodólares”, ou seja, a internacionalização da atividade bancária (MULLINEUX, 2006). Domesticamente, os bancos perderam clientes em ambos os lados de seus balanços. No lado dos passivos, depositantes com grandes saldos fugiram para fundos não bancários. No lado dos ativos, empresas não financeiras obtinham, cada vez mais, os recursos que precisavam diretamente dos mercados monetários e de títulos. As Leis da Era de Ouro impediam que os bancos oferecessem taxas mais competitivas ou entrassem em novos mercados nos EUA. A atividade bancária na Europa também era restringida por diferentes regras e barreiras legais à travessia das fronteiras nacionais. Diferenças na linguagem e na cultura corporativa colocavam desafios adicionais.

---

11. Esta citação foi extraída de Goldman chief regrets leveraged transactions (*O chefe da Goldman lamenta as transações alavancadas*), uma nota para o blog *Dealbook* do *The New York Times* de 21 de maio de 2011. Disponível em: <<http://dealbook.nytimes.com/2010/05/21/goldman-chief-regrets-leveraged-transactions/>>. Para uma gravação da entrevista, ver Nair e Vikraman (2010).

No início dos anos 1980, os bancos e as instituições de poupança e empréstimo (*thrifts*) estavam aflitos devido à perda de clientes. Ao mesmo tempo, a economia nacional enfrentava um problema de inflação descontrolada assim como crescimento estagnado. A habilidade do Federal Reserve de perseguir uma política monetária forte o suficiente para comprimir a inflação nos EUA estava comprometida, pois, quanto mais altas as taxas de juros, mais a desintermediação enfraquecia os bancos e as instituições de poupança do país.

A primeira solução tentada para este problema duplo foi o *Depository Institution Deregulation and Monetary Control Act* (DIDMCA) de 1980, que afrouxou os controles sobre os instrumentos que os bancos poderiam emitir e permitiu que retomassem alguns dos clientes que estavam escapando para fundos de curto prazo e mercados de crédito direto. Contudo, este espaço adicional para manejar clientes dificilmente compensaria o ambiente macroeconômico instável criado pela ofensiva de política monetária empreendida pelo Federal Reserve buscando controlar a inflação. A economia dos EUA sofreu uma recessão dupla em 1980 e 1981-1982 e as taxas de juros nominais subiram para níveis historicamente nunca vistos. Apesar do DIDMCA, intermediários mais regulados sofreram perdas proibitivas. As *thrifts*, que por leis estaduais e federais eram obrigadas a manter a maioria de seus ativos em empréstimos hipotecários de longo prazo, foram especialmente afetadas, em todos os mercados. Os preços imobiliários não entraram em colapso, como fariam mais tarde na crise das hipotecas *subprime*. No entanto, a maioria dos empréstimos hipotecários – com longos períodos e taxas de juros fixas e muito baixas – deveria ser financiada pelas mesmas *thrifts* que os haviam emitido. Estas instituições estavam perdendo passivos para a desintermediação e tinham que repô-los fazendo caros empréstimos nos mercados de curto prazo.

Um debate se sucedeu sobre se as *thrifts* eram ilíquidas ou insolventes. Ou seja, se elas haviam feito empréstimos fundamentalmente prudentes que seriam atrativos novamente quando as taxas de juros se estabilizassem em valores mais próximos dos níveis históricos, ou se os seus retornos negativos refletiam as condições apertadas sobre o uso de seus ativos pelas instituições de poupança. O Congresso aprovou uma lei (Garn-St. Germain Act de 1982) que desregulamentou as atividades no lado dos ativos das *thrifts* autorizadas pelo governo federal. Muitos estados seguiram o exemplo. Enquanto isso, as equipes reguladoras foram cortadas pela administração Ronald Reagan. As perspectivas de investimento, que pareciam mais promissoras no ambiente recessivo do começo dos anos 1980, estavam naqueles estados que haviam ganhado com os preços ascendentes do petróleo e outras *commodities* – tanto como fornecedores de energia (Texas, Louisiana, Oklahoma) quanto como novos destinos residenciais para aqueles que estavam cansados de pagar contas altas de aquecimento residencial (Arizona, Colorado, Califórnia). As *thrifts* nestes estados aproveitaram

sua liberdade adquirida no lado dos ativos, financiando e investindo em vários desenvolvimentos especulativos.

Os bancos maiores, que enfrentavam elevados custos de captação e a perda de clientes por anos, já haviam encontrado novos tomadores ricos em *commodities* na América Latina; alguns também financiaram ativos nos estados produtores de petróleo. O financiamento para a América Latina – ou mais amplamente, o financiamento para países menos desenvolvidos (*less-developed countries* – LDCs) – foi liderado pelos bancos do centro financeiro dos EUA. Estes grandes bancos (mostrados no quadro 1) haviam desenvolvido capacidades de empréstimo-financiamento muito maiores que suas bases de depósito, em função de sua localização em áreas de atividade empresarial concentrada (Nova Iorque, São Francisco e Chicago) e das limitações às atividades de captação de depósitos. Estes empréstimos refletiram os esforços em encontrar novos mercados de ativos e em fazer empréstimos que alavancassem os preços ascendentes de *commodities*. Mais da metade do volume total de empréstimos para a América Latina foram feitos para o México e o Brasil. Em 1977, os empréstimos para países menos desenvolvidos atingiram 228% do capital dos bancos do centro financeiro. Em 1981, esta razão aumentou para 264%.<sup>12</sup> Os empréstimos para a América Latina se difundiram com a utilização da sindicalização de empréstimos (*loan syndication*).

O Continental Illinois ficou atrás de outros bancos do centro financeiro nos empréstimos para países menos desenvolvidos, em parte porque, quando abandonou sua abordagem conservadora no meio dos anos 1970, ele visava se tornar o maior prestador comercial e industrial dos EUA. Em 1981, ele havia alcançado este objetivo: seus empréstimos comerciais e industriais domésticos cresceram 180% entre 1976 e 1981.<sup>13</sup> Os riscos destes empréstimos não estavam diluídos por meio da sindicalização; na verdade, o Continental seguiu o caminho inverso. Ele assumiu participações do empréstimo de US\$ 1 bilhão do Penn Square Bank, em grande parte para a exploração de gás e petróleo.

Assim, os grandes bancos americanos fizeram, de várias maneiras, apostas pesadas em empréstimos ligados a custos ascendentes dos preços de energia. Com isso, eles estavam expostos quando as cotações desabaram nos mercados de *commodities*: o preço do petróleo atingiu um pico de US\$ 35,24 por barril em 1981, e caiu dramaticamente ao longo dos anos seguintes, atingindo o mínimo de US\$ 12,52 por barril em 1998.<sup>14</sup> Esta inversão – no contexto de uma recessão profunda – rapidamente gerou problemas para os grandes bancos dos EUA. Em julho de 1982,

12. Ver a tabela 5.1a de FDIC (1998, v. 1, p. 196). Estes números foram calculados somente para os oito maiores bancos dos EUA; o Continental Illinois foi excluído, já que os dados são apresentados até 1989 e o Continental faliu em 1984.

13. Ver FDIC (1997, v. 1, p. 236).

14. Ver Energy Information Administration (EIA, 2005, p. 24).

o Penn Square Bank faliu, colocando o Continental Illinois em uma situação tensa. Um mês depois, o México declarou a moratória de sua dívida externa, disparando a crise da dívida da América Latina e sua subsequente “década perdida”.

Enquanto os grandes bancos estavam em apuros em 1982, a crise das *thrifts* estava em gestação. A primeira manifestação desta crise, na verdade, envolveu bancos de poupança mútua (*mutual savings banks* – MSBs), um grupo de instituições híbridas utilizadas para financiar empréstimos hipotecários em Nova Inglaterra e Nova Iorque. Os bancos de poupança mútua enfrentaram insolvência generalizada em 1982.<sup>15</sup> Para as muito mais numerosas instituições de poupança e empréstimo, a crise estava ardendo no começo dos anos 1980, mas ainda não havia atingido um ponto crítico. A brecha entre os altos custos dos empréstimos e os baixos ganhos nas hipotecas continuou a diminuir os recursos das instituições de poupança – um problema que se tornava ainda mais complexo porque a maioria das *thrifts* estava organizada como mutual e, assim, não tinham a capacidade de levantar capital (como tal) nos mercados. Como se mencionou, a regulação federal criada para aliviar a crise das *thrifts* (Garn-St. Germain Act) foi aprovada somente em dezembro de 1982. Ao mesmo tempo, muitos estados afrouxaram as regras para as *thrifts* por eles autorizadas. O resultado foi uma arbitragem regulatória em duas dimensões – as *thrifts* buscaram reguladores e autorizações mais permissivos, e (junto aos bancos) tinham de competir com não bancos capazes de oferecer serviços similares sem as restrições regulatórias.

A crise das *thrifts* passou por dois abalos em 1985. As falências de *thrifts* em dois estados que possuíam seguro sobre os depósitos, Ohio e Maryland, levaram depositantes ansiosos a correr aos bancos. A ação regulatória dos estados e do Federal Reserve estabilizou estas situações. As corridas no nível estadual demonstraram a fraqueza dos balanços das *thrifts* por todo o país. Com a passagem dos anos 1980, a desconfiança dos depositantes, a falência de esquemas especulativos de *thrifts* desregulamentadas e as margens de juros negativas geraram uma avalanche de problemas de solvência: havia 33 *thrifts* insolventes nos EUA em 1981, 130 em 1985, e 351 em 1987.<sup>16</sup> Estes problemas permaneceram, contudo, sem solução, porque a Corporação Federal de Seguro de Poupança e Empréstimos (Federal Savings and Loan Insurance Corporation – FSLIC), dedicada a manter a integridade dos depósitos em *thrifts*, não dispunha de recursos para atender a todas as instituições insolventes asseguradas. Em 1986, o fundo federal de seguro de depósito de poupanças e empréstimos tinha US\$ 6,3 milhões em atrasados.

15. O termo *thrift* se refere juntamente a bancos de poupança mútua (*mutual savings banks*) e a instituições de poupança e empréstimo (*saving and loan*).

16. Ver a tabela 8 em Litan, Isaac e Taylor (1994, p. 531).

## 5 A EMERGÊNCIA DA POLÍTICA *TOO BIG TO FAIL*

Esta tripla crise bancária teve de ser tratada antes que o debate – já longo de uma década – sobre se e como resolver essas situações pudesse alcançar alguma conclusão firme. Em consequência, várias resoluções, representando políticas *too big to fail* parciais ou totais, foram implementadas em resposta às falhas institucionais.

A situação do Continental Illinois foi a primeira a aparecer. Em maio de 1984, o Continental Illinois, o sétimo maior banco nos EUA, tornou-se insolvente após uma corrida bancária eletrônica (FDIC, 1997, cap. 4). O FDIC forneceu alguma assistência temporária para interromper a corrida e procurou por um comprador. Como mencionado anteriormente, o FDIC estava operando sob uma provisão de “assistência aos bancos abertos” (*open bank assistance* – OBA), o que lhe permitia ajudar bancos insolventes cuja existência era “essencial” para manter serviços bancários adequados na comunidade. Nos anos 1970, este mecanismo foi utilizado pela primeira vez, auxiliando bancos de comunidades em bairros pobres.<sup>17</sup> Em 1980, esta provisão foi utilizada para ajudar o First Pennsylvania Bank, o então 23º maior banco nos EUA, com US\$ 8 bilhões em ativos. O que tornou este banco “essencial” foi seu tamanho; dadas as rigorosas restrições interestaduais à criação de filiais da época, nenhum outro banco na Pensilvânia seria capaz de comprá-lo, e havia temores sobre suas repercussões para o mercado bancário regional e nacional.

A crise bancária iminente aumentou a flexibilidade do FDIC para fornecer “assistência”. Assim, ela foi utilizada 14 vezes no período entre 1981 e 1983 para resolver a situação de bancos de poupança mútua insolventes. O Garn-St. Germain Act de 1982 subsequentemente removeu o requerimento de “essencialidade”. Esta permissão adicional possibilitou que o FDIC utilizasse a “assistência” 98 vezes nos anos de 1987 e 1988, quando ocorreu o pico dos problemas de insolvência em bancos comerciais na década de 1980.

Como observado, o Continental Illinois foi materialmente atingido pela falência do Penn Square Bank em 1982. O Continental também sofreu sérias perdas na crise da dívida da América Latina em 1982. Conforme sua condição piorava, alguns de seus investidores o abandonavam e a confiança se esvaía. Os exemplos do First Pennsylvania e do Penn Square Bank pairavam sobre este cenário. A operação de “assistência” do First Pennsylvania em 1980 incluiu a emissão de grandes volumes de dívida subordinada e novas participações acionárias, diluindo substancialmente a propriedade dos investidores originais. No saneamento do Penn Square Bank de julho de 1982, o resultado foi mais drástico. O Penn Square Bank foi liquidado: seus depositantes não foram prejudicados, mas ele ficou sob tutela do FDIC. Em abril de 1984, o Continental somente evitou um prejuízo líquido ao

---

17. Esta seção foi extraída de FDIC (1997, cap. 5) e de FDIC (1998, cap. 7).

vender seu negócio de cartões de crédito; e boatos de que o FDIC estava procurando por um comprador para a instituição de US\$ 40 bilhões se espalharam. Em 9 de maio de 1984, o Continental sofreu uma “corrida eletrônica”, quando os detentores estrangeiros de grandes (e não assegurados) certificados de depósitos bancários retiraram seus fundos. Em 11 de maio, o Continental tomou emprestados US\$ 3,6 bilhões do Federal Reserve Bank of Chicago. Isto foi suplementado em 14 de maio por uma linha de crédito de US\$ 5 bilhões fornecidos por 16 grandes bancos (liderados pelo Morgan Guaranty). Vários dias depois, foi estabelecida uma solução provisória, envolvendo injeções de capital por bancos grandes e linhas de crédito adicionais. Buscou-se um comprador, mas nenhum foi encontrado.

A distinção entre depositantes assegurados e não assegurados (muitos dos quais forneciam fundos nos euromercados) era enorme. Somente US\$ 3 bilhões dos depósitos do Continental eram assegurados pelo FDIC. A liquidação teria, a princípio, um custo relativamente baixo se as ações de estrangeiros detentores de riqueza e grandes bancos domésticos não tivessem elevado tanto os desafios. Contudo, sem um comprador, o Continental tinha de ser liquidado, como o Penn Square Bank, ou saneado sob as provisões de “assistência”, como o First Pennsylvania. De qualquer maneira, as perdas dos detentores de passivos se agigantavam. Foi este o contexto no qual o termo *too big to fail* surgiu.

Em 19 de setembro de 1984, o presidente do Office of the Comptroller of the Currency, Todd C. Conover, testemunhou ante o Congresso que alguns bancos – ele mencionou o número “11” – haviam se tornado uma nova categoria de banco – eram *too big to fail*. Ele explicou que

se o Continental tivesse falido e sido tratado de maneira em que os depositantes e credores não houvessem sido parcialmente compensados, teríamos visto uma crise financeira nacional, se não internacional, cujas dimensões seriam difíceis de imaginar. Nenhum de nós gostaria de descobrir (CONOVER, 1984, p. 288).

No dia seguinte, um artigo do *Wall Street Journal* (CARRINGTON, 1984) designou os 11 bancos listados na tabela 1. Seis dias depois, em 26 de setembro de 1984, o saneamento para o Continental foi anunciado.

### 5.1 O DEBATE *TOO BIG TO FAIL*

A crise bancária e as respostas da política *too big to fail* geraram uma grande quantidade de novas pesquisas entre os economistas. Aqui se foca em respostas específicas à política *too big to fail*.<sup>18</sup> As medidas desta política claramente posuíam os efeitos, no curto prazo, de interromper as corridas bancárias e manter

18. Em particular, passa-se aqui por cima da vasta literatura empírica sobre a estrutura e eficiência do mercado bancário e da literatura teórica e institucional sobre crises e empréstimos transfronteiriços. Estas literaturas estão resumidas, respectivamente, em Dymski (1999), Dymski (2011a) e Dymski (2011b).

uma aparência de estabilidade em um sistema bancário permeado por instituições insolventes durante cerca de uma década. Uma medida de curto prazo que acarretou no sucesso da política foi o fato dos consumidores não terem fugido dos bancos, como haviam feito na Grande Depressão. Grandes investidores dos mercados financeiros também permaneceram no sistema. Assim, os debates focaram nas implicações de longo prazo da política *too big to fail* e no fato de que estas intervenções drásticas somente foram necessárias porque o sistema bancário como um todo havia escapado do controle das autoridades regulatórias.

O começo da crise bancária dos EUA coincidiu quase que exatamente com o aparecimento da temática da administração Reagan de que a liberação das forças do mercado e a redução da carga tributária nos ganhos de capital e rendas altas constituíam uma revolução do lado da oferta (*supply side*) que resultaria no uso mais eficiente dos recursos e também no crescimento econômico mais rápido. Regulações e práticas governamentais que limitavam a competição ou a flexibilidade dos preços foram modificadas sistematicamente. Neste contexto, o abandono dos mercados segmentados e da competição restritiva entre linhas de produto, que começou com o DIDMCA de 1980 (e se encerrou 19 anos depois), participou desta tendência mais ampla. Isto também aconteceu com a mudança da abordagem antitruste para a de estrutura de mercado contestáveis, que abriu alas para a onda de fusões bancárias.

No momento em que a administração Reagan tomava posse, vários economistas acadêmicos publicavam estudos mostrando que os problemas de insolvência no segmento de poupança e empréstimos e, por sua vez, na FSLIC, eram sérios.<sup>19</sup> Estas advertências rapidamente chamaram a atenção. Kaufman (2002, p. 3) argumenta que estes economistas representavam uma voz normalmente negligenciada na formulação de políticas financeiras: “os acadêmicos há tempos (...) advertiam publicamente que os números sobre a rigidez do setor financeiro haviam sido sobre-estimados e que o problema era muito mais sério do que admitido oficialmente”.

Este grupo “acadêmico”, proveniente do setor assim como *think tanks*<sup>20</sup> e universidades, cresceu como um grupo restrito. Seus membros geraram uma série de livros e artigos que moldaram o debate sobre a reforma, conduzindo a discussão sobre o que deveria ser feito. Foram particularmente influentes as obras de Benston *et al.* (1986), Benston e Kaufman (1988) e Barth, Brumbaugh Junior e Litan (1994). Estes economistas (exceto Barth e Brumbaugh Junior) se tornaram

19. Ver Carron (1982; 1983) e Kane (1985).

20. Nota dos editores: o termo *think tanks* compreende os centros de pesquisa, produção e articulação de ideias. Estes grupos “podem ter ou não fins lucrativos, ser apoiados pelo governo, ser parte dele, ou completamente independentes da burocracia; ou ainda, ser independentes ou ligados a uma grande empresa ou universidade. Devem, porém, ser uma entidade permanente não criada para um propósito temporário, com ênfase em soluções criativas” (Silva, 2006).

membros fundadores do “Comitê Sombra de Regulação Financeira” (*Shadow Financial Regulatory Committee* – SFRC), que tem fornecido aconselhamento pró-mercado (*market-friendly*) sobre questões de reforma financeira até o presente.<sup>21</sup>

Alguns membros desse grupo aderiam à teoria da *public-choice*, enquanto outros não. Mas todos eles trabalhavam dentro dos parâmetros da economia neoclássica e da teoria dos mercados eficientes, e estavam de acordo sobre a visão de que a política regulatória restritiva havia tornado-se um obstáculo à intermediação financeira eficiente. Lobistas do setor financeiro faziam pagamentos compensatórios para preservar as políticas que mantinham incompatibilidades entre o *locus* da tomada de risco e de seu carregamento. Estas incompatibilidades resultavam em rendas econômicas que eram capturadas pelos membros do setor e pagas pelos contribuintes.

Conseqüentemente, a liberação dos mercados criaria um intermediário financeiro mais eficiente, alíquotas de impostos mais baixas e uma economia mais próspera. Foi Ingo Walter, da Universidade de Nova Iorque (New York University – NYU), quem esboçou mais brilhantemente uma visão dos mercados financeiros do futuro. Walter, em continuação à citação na epígrafe deste trabalho, escreveu em 1985, logo após a crise do Continental Illinois:

se for permitido que o processo se autorresolva, um sistema financeiro nacional muito mais eficiente eventualmente se desenvolverá, onde os lucros excessivos em última instância desaparecem, os custos de transação diminuem para um mínimo, a informação se torna muito mais prontamente disponível, a base para a tomada racional das decisões melhora, e somente os competidores mais aptos são capazes de prosperar por muito tempo. O processo de alocação financeira na economia nacional melhorará materialmente (...) Talvez seja da tradição americana que muito do dinamismo que dá forma ao novo sistema financeiro seja produto da livre iniciativa. O planejamento governamental desempenhou um papel negligenciável, e decisões privadas determinam em grande parte o ritmo e a direção da mudança. Entretanto, o setor financeiro tem sido tradicionalmente regulado e, portanto, uma reforma regulatória deve eventualmente validar e consolidar as mudanças dirigidas pelo mercado que estão evoluindo rapidamente (WALTER, 1985, p. 1-2).

Os membros do SFRC indubitavelmente concordavam. O objetivo último do grupo era derrubar a separação entre bancos varejistas e atacadistas instituída

---

21. Os membros fundadores do SFRC em 1986 foram: Lawrence Connell e George Kaufman (\*), copresidentes, Richard Aspinwall, George Benston, Franklin Edwards (\*), Robert Eisenbeis (\*), John Hawke, Paul Horvitz, Edward Kane (\*), Roger Mehle, Allan Meltzer, and Kenneth Scott (\*). Os membros atuais incluem os membros originais cujos nomes estão marcados por um (\*), além de Marshall Blume, Charles Calomiris, Kenneth Dam, Richard Herring, Robert Litan, Catherine Schrand, Chester Spratt, e Peter Wallison. Membros antigos incluem Scott Harrington, Randall Kroszner, Franco Modigliani, Roberta Romano, e Hal Scott. Disponível em: <<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/policy%20page/us%20shadow.htm>>. Todas as declarações de política do SFRC estão disponíveis em: <<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/policy%20page/us%20shadow.htm>>.



pelo Glass-Steagall Act.<sup>22</sup> Porém, o campo tinha de ser preparado: liberar os mercados significava recrutar forças do mercado para disciplinar os intermediários, e as relações entre o desempenho bancário e a disciplina do mercado foram rompidas no sistema bancário altamente regulado. Assim, uma reforma efetiva devia enfrentar um triplo desafio: liberar as forças do mercado, criar incentivos para que os passivos e os proprietários dos bancos disciplinassem seus gerentes (via retirada de depósitos, queda dos valores das ações, custos de endividamento mais altos, e assim por diante) e quebrar a cumplicidade entre o setor financeiro e aqueles que o regulavam.

Claramente, o surgimento da política *too big to fail* como aspecto determinante da regulação financeira ameaçava prejudicar toda essa agenda. A estratégia usada pelos membros do SFRC para evitar isto foi ligar a política *too big to fail* ao seguro de depósito. Se a política *too big to fail* e o seguro de depósito fossem equiparados e vistos como a fonte da ineficiência nos resultados bancários, então a agenda de reforma do SFRC avançaria. Kane foi especialmente contundente ao fazer esta conexão. Ele identificou o problema fundamental como de captura regulatória (WHITE, 1992).<sup>23</sup> Kane argumentou que este problema havia se tornado generalizado no segmento de depósitos financeiros porque o seguro de depósito tornou os depositantes indiferentes em relação à solidez dos seus investimentos.<sup>24</sup> Restaurar a relação entre o desempenho bancário e o retorno dos depositantes era crucial, em sua opinião: desta forma os detentores dos passivos bancários seriam incentivados a monitorar o desempenho dos ativos dos bancos.

A questão era: como isso poderia ser feito da melhor maneira possível? A alternativa radical, seguindo a lógica de Kane, seria simplesmente acabar com qualquer seguro de depósito (O'DRISCOLL JUNIOR, 1988). Uma abordagem mais flexível seria instituir um seguro de depósito baseado em risco. Economistas do Federal Reserve começaram a explorar ativamente esta alternativa no começo da crise dos anos 1980.<sup>25</sup> Litan (1987) e Tobin (1987), entre outros, sugeriram outra abordagem: dividir os bancos em dois – “bancos estreitos”, que forneceriam serviços de pagamento e de liquidez; e filiais emprestadoras, cujos ativos seriam

22. Litan (1988) retrata a principal linha de argumentação: o Glass-Steagall Act está sendo continuamente erodido, de forma que seu desaparecimento é inevitável. A questão é como chegar a isto mais cedo do que tarde. A chave para uma revogação acelerada é “construir um arcabouço que permita que todos os tipos de organização financeira diversifiquem suas atividades sem prejudicar o sistema de seguro de depósito” (p. 269-270).

23. A captura dos reguladores (Stigler, 1971) surge quando os reguladores responsáveis pela supervisão de uma indústria não bloqueiam a tomada excessiva de riscos porque eles estão “capturados” – por exemplo, pela perspectiva de ganhar salários lucrativos futuramente nesta indústria.

24. As implicações de risco-moral do seguro de depósito foram exploradas primeiramente por Merton (1977) e Kareken e Wallace (1978). Kane identificou as ligações problemáticas entre incentivos bancários, interesses dos depositantes e seguro de depósito em 1981 (Buser, Chen e Kane, 1981). Em meados dos anos 1980, ele incorporou o argumento do risco-moral em relação à indiferença do depositante. Quando o autor deste capítulo era pesquisador na Brookings Institution em 1985 e 1986, ele viu Kane falar sobre este tópico várias vezes. Para uma exposição madura da argumentação de Kane, veja Kane (1989).

25. Ver Avery, Hanweck e Kwast (1985).

lastrados em *commercial papers* de curto prazo. A ideia seria a de restringir os “bancos estreitos” a investimentos seguros (bônus do Tesouro, por exemplo) e forçar qualquer banco que invista em ativos arriscados (como empréstimos) a financiá-los diretamente nos mercados financeiros.

Este mesmo tipo de disciplina do risco bancário poderia ser facilitado, em princípio, ao fazer uma distinção entre grandes e pequenos depositantes – por exemplo, aqueles com mais de US\$ 100 mil e aqueles com menos de US\$ 100 mil. Aqueles acima deste limiar não estariam protegidos pelo seguro de depósito. A ideia era que grandes depositantes deveriam enfrentar as possibilidades de perdas se as instituições financeiras cujos papéis eles detinham experimentassem risco empresarial. Na medida em que estes grandes proprietários poderiam ter seus fundos congelados em caso de um processo de insolvência, eles teriam um incentivo para monitorar de perto a rigidez financeira dos bancos. Sua recusa em reinvestir seus fundos enviaria um sinal para o mercado em geral e para os gerentes e a diretoria do banco. Com efeito, a posição dos grandes depositantes em relação ao risco financeiro era similar à dos proprietários das ações do banco: ordens de venda enviariam sinais e permitiriam correções de erros baseadas no mercado, vale dizer, no comportamento do banco sem conduzir a um colapso.

Todos esses esforços para recrutar alguns ou todos os detentores de passivos bancários para fornecer disciplina de mercado aos bancos encontraram problemas. A alternativa radical nunca foi considerada seriamente: os depósitos bancários representavam o âmago do sistema nacional de pagamentos mais fundamentalmente do que escolhas de investimento por parte dos detentores de riqueza, e a proteção do sistema de pagamentos não era discutível. Além disso, conforme Pierce (1993) apontou, a instituição do seguro de depósito após a Grande Depressão removeu a ameaça de desestabilização inerente aos sistemas bancários de reserva fracionárias. A criação de sistemas bancários “estreitos” requeria um redesenho institucional radical quando o foco estava em salvar o sistema existente. Ademais, a ideia de proteger somente alguns depositantes provou ser um caminho “perigoso” após o episódio do Continental Illinois.

## 5.2 Ajustes em políticas bancárias e a política *too big to fail*

As análises e sugestões feitas pelo SFRC e seus membros e afiliados ajudaram a moldar as respostas legislativas às crises bancárias de poupança e empréstimo e dos estados produtores de petróleo. As primeiras partes da legislação combinaram *insights* do SFRC com ajustes pragmáticos dos reguladores federais. O primeiro exemplo foi o Ato de Igualdade Competitiva Bancária (*Competitive Equality Banking Act* – CEBA) de 1987. O CEBA criou um mecanismo chamado “banco ponte”, que o FDIC poderia colocar em ação para facilitar o fechamento e a aqui-

sição ordenados de bancos insolventes (FDIC, 1997; cap. 6). Seguindo a prática estabelecida no caso do Continental, todos os depósitos eram transferidos para o “banco ponte”. Entre 1987 e 1994, o FDIC colocou 114 bancos, com ativos totalizando US\$ 90 bilhões, em “bancos pontes”. Assim, o CEBA facilitou o confisco pelo FDIC dos maiores bancos comerciais do Texas e suas aquisições por instituições localizadas fora do estado.

Em 1989, a Ato de Reforma, Recuperação e Execução de Instituições Financeiras (*Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act – FIRREA*) definiu que o fundo do seguro de depósito para *thrifts* e bancos comerciais teria que ser operado pelo FDIC. O FIRREA também especificou um mecanismo para “sanear” *thrifts* insolventes.<sup>26</sup> Mais dinheiro era necessário para fazer isto: as crises dos bancos e das instituições de poupança e empréstimo dos anos 1980 exauriram os fundos de seguro de depósito. Então, em dezembro de 1991, o Congresso aprovou o Ato Federal de Melhoria da Corporação de Seguro de Depósito (*Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act – FDICIA*). O FDICIA forneceu os fundos necessários para sanear as instituições insolventes e também ordenou a mudança dos prêmios pagos pelo seguro de depósito de únicos para baseados em risco. Em uma trajetória paralela, se não um pouco anterior, ocorreu o Acordo da Basileia em dezembro de 1987. Este acordo, aprovado pelos representantes das nações do G10, definiu, para grandes bancos (operando globalmente), padrões para o capital baseado em risco.

Juntas, essas novas leis codificaram alguma versão das muitas ideias que haviam sido propostas para conter a tomada de risco e reduzir a distorção de incentivos nos resultados dos mercados bancários. As principais provisões relacionadas à política *too big to fail* apareceram no FDICIA: uma Ação Corretiva Imediata (*Prompt Corrective Action – PCA*) deveria ser tomada para enfrentar insolvências, usando o princípio da resolução de menor custo (*principle of least-cost resolution*). Havia uma exceção: o FDIC poderia proteger detentores de passivos não segurados e violar o princípio da resolução de menor custo se a sua incapacidade em fazê-lo “tivesse sérios efeitos adversos sobre as condições econômicas ou a estabilidade financeira”.<sup>27</sup> Subsequentemente, em 1993, o FDIC foi proibido de ajudar os acionistas. Então, estes Atos do Congresso proibiram a política *too big to fail*, exceto diante “exceção de risco sistêmico” (*systemic risk exemption*), e eram proibidos de proteger acionistas de bancos insolventes em qualquer instância. Além disso, futuras ações “exceção de risco sistêmico” necessitavam a aprovação ao nível mais alto do governo – uma “determinação documentada do secretário do Tesouro em consulta com o presidente, em resposta a uma recomendação por escrito de

26. Entre 1989 e 1995, a Resolution Trust Corporation, estabelecida pelo FIRREA, saneou 747 *thrifts* insolventes com ativos de US\$ 402,6 bilhões (FDIC, 1997, v. 1, cap. 4).

27. Esta citação e muito do material presente neste parágrafo foi obtido de Kaufman (2003).

dois terços de ambos o Conselho de Administração do FDIC e o Conselho de Governadores do Federal Reserve de que tal ação é necessária” (KAUFMAN, 2003, p. 12), assim como uma notificação do Congresso e subsequente estudo e investigação. Outra característica para desencorajar o uso da “exceção de risco sistêmico” era que os custos de resolução seriam pagos por meio de avaliações escalonadas até o valor total dos ativos bancos.

Como concluiu uma conferência retrospectiva (KAUFMAN e LITAN, 1993), o SFRC não atingiu tudo o que seus membros esperavam das reformas legislativas dos anos 1980 e começo dos anos 1990. Entretanto, o objetivo de um mercado bancário liberado e autoajustável estava próximo: o fim do banco interestadual estava a dois anos de distância e o Glass-Steagall Act seria revogado antes do final da década. O seguro de depósito foi efetivamente privatizado (KAUFMAN, 2003, p. 12). E com referência à relação entre o *too big to fail* e o seguro de depósito, o FDICIA atingiu os objetivos do SFRC quase por completo. Entrando nos anos 2000, o sistema bancário dos EUA parecia ter resolvido seu problema de *too big to fail* (KAUFMAN, 2002). O presidente do Federal Reserve, Alan Greenspan, podia observar em 2001 que “o potencial para maior disciplina de mercado em grandes instituições é substancial”, em grande parte, porque um regime regulatório foi criado, no qual

uma organização que é muito grande não é *too big to fail*, pode ser grande demais para permitir que imploda rapidamente. Mas certamente, nenhuma é grande demais para ser liquidada ordenadamente (...). O que se quer é evitar a rápida reação. E isso nós podemos fazer. Mas não para proteger os acionistas. E presumivelmente, não para proteger os depósitos não segurados contra perda (GREENSPAN, 2000, p. 14).

### 5.3 Apoios *too big to fail* não divulgados nos anos 1980

Enquanto os membros do SFRC e seus associados focavam na conexão entre o *too big to fail* e o seguro de depósito, eles praticamente não perceberam as implicações *too big to fail* de dois arcaibouços para resoluções de crises bancárias nos anos 1980. Uma envolvia empréstimos hipotecários. O sistema financeiro da habitação dos EUA foi completamente transformado nos anos 1980 (DYMSKI, 2010), de um sistema no qual as hipotecas eram mantidas até atingir a maturidade nos balanços de *thrifts* locais, para um sistema no qual a maioria das hipotecas era subscrita por duas empresas patrocinadas pelo governo (*government sponsored enterprises* – GSEs) – a Associação Federal Nacional de Hipotecas (Federal National Mortgage Association – FNMA) e a Corporação Federal de Crédito Imobiliário (Federal Home Loan Mortgage Corporation – FHLMC) – agrupada em títulos e vendida. A mudança de um sistema para outro foi tão rápida que os volumes de hipotecas se recuperaram fortemente na segunda metade dos anos 1980: ou seja, enquanto o segmento de

*thrifts* murchava, o mercado de títulos lastreados em hipotecas (*mortgage-backed securities* – MBS) subscritas pelas GSEs se tornou o maior mercado de títulos no mundo. Visto da maneira correta, isto pode ser entendido como uma intervenção de política *too big to fail*, aplicada não às instituições de poupança e empréstimo (que se deixavam falir e ser adquiridas em grande número), mas a seus ativos principais (e, por sua vez, os imóveis que estas hipotecas representavam).

Outra questão que o SFRC largamente ignorou foi o papel do governo na crise da dívida da América Latina.<sup>28</sup> Como descrito anteriormente, em razão do grande volume de empréstimos para os países menos desenvolvidos realizados pelos grandes bancos dos EUA, a crise ameaçou a solvência destas instituições. No começo de 1982, todas as avaliações de risco dos títulos dos bancos do centro financeiro dos EUA foram rebaixadas. Durante o acúmulo da dívida dos países menos desenvolvidos, os reguladores bancários estabeleceram regras de ouro de “segurança e solidez” para as relações entre empréstimo a estes países e o capital, as quais estes credores ignoraram uniformemente. Entretanto, os reguladores não foram rígidos quando a crise dos países menos desenvolvidos estourou: eles não obrigaram os grandes credores dos EUA a fazer reservas contra sua exposição aos empréstimos aos países menos desenvolvidos, uma vez que isto poderia induzir a uma crise econômica e política (FDIC, 1997, v. 1, p. 207). O então presidente do FDIC, Lawrence Seidman, contrastando este caso com a leniência, com a adequação do capital que havia sido mostrada, com as instituições de poupança e empréstimo, argumentou que, enquanto, no último caso, isto gerou um desastre nacional porque não havia um “plano visível”, no primeiro

deu aos bancos credores tempo para fazer novos acordos com seus devedores e, enquanto isso, adquirir capital suficiente para que as perdas nos empréstimos para a América Latina não fossem fatais. Como a medicina e outras artes da cura, a regulação bancária é uma arte e não uma ciência (SEIDMAN, 1993, p. 128).

Dois membros fundadores do SFRC, Robert Eisenbeis e Paul Horvitz, apoiaram essa tolerância em um ensaio publicado em um livro coeditado por dois outros membros fundadores do SFRC:

se estas instituições tivessem sido obrigadas a marcar a mercado suas posições substanciais em dívida ou aumentar suas reservas a níveis próximos das perdas esperadas com essa dívida (como medido pelos preços nos mercados secundários), então instituições tais como a Manufacturers Hanover, Bank of America, e talvez o Citicorp, teriam se tornado insolventes (EISENBEIS e HORVITZ, 1994, p. 60).

---

28. Somente quatro dos 57 comunicados divulgados pelo SFRC entre 1986 e 1990 focaram na crise da dívida dos países menos desenvolvidos. O primeiro comunicado do SFRC denunciou o Plano Baker como um desperdício e com chance de custar dinheiro aos contribuintes. Seu Comunicado nº 49, intitulado *Dívida da América Latina* (Latin American Debt, 4 de dezembro, 1989), comparou o Plano Brady ao Plano Baker e demandou que mais países da América Latina lidassem com seus problemas como fez o Chile – privatizando empresas estatais, reduzindo a inflação e recomprando os estoques de dívida em aberto.

Não obstante a tolerância, o governo federal não deixou de entrar em cena. O primeiro esforço, pelo secretário do Tesouro, Jim Baker, foi introduzido no encontro do Fundo Monetário Internacional (FMI) com o Banco Mundial em outubro de 1985. Ele pediu novos empréstimos sem nenhuma redução no valor das dívidas nos balanços dos bancos, alavancados pelo superávit em conta-corrente do Japão. O plano teve um mau começo: os bancos se recusaram a jogar dinheiro novo em cima de dinheiro velho, enquanto os países menos desenvolvidos devedores não conseguiam nem pagar suas dívidas, nem retomar seu crescimento econômico. Por fim, o Citibank tomou a dianteira entre os grandes bancos e declarou perdas nos empréstimos em maio de 1987 – os outros seguiram logo após. Em março de 1989, um segundo plano foi proposto pelo sucessor de Baker como secretário do Tesouro, Nicholas Brady. Este plano incluiu vários componentes: a negociação da redução das dívidas entre as nações devedoras e os bancos credores; a concordância dos tomadores em perseguir políticas econômicas mais ortodoxas, com a provisão de alguma reserva pelo FMI; e a troca pelos bancos dos contratos de dívida com os países devedores por instrumentos negociáveis – “títulos Brady” (*Brady bonds*).

Os títulos Brady foram criados de tal maneira que proviam flexibilidade nos parâmetros de pagamento para os tomadores e ainda asseguravam que os instrumentos fossem homogêneos. Assim, um mercado secundário se formou e facilitou a resolução da dívida dos países menos desenvolvidos (e subsequentemente de outras nações) durante anos. Este não foi um final de conto de fadas. Por um lado, os países devedores tiveram de operar sob restrições macroeconômicas que comprometiam seu crescimento (em meados dos anos 1980 iniciou o que ficou conhecido como “década perdida” na América Latina).

Por outro lado, metade dos oito grandes bancos que dominavam o sistema bancário dos EUA no começo dos anos 1980 ficou tão enfraquecida pelas perdas com os países menos desenvolvidos – e por subsequentes apostas erradas em empréstimos imobiliários comerciais, empréstimos-ponte para fusões, e assim por diante no fim dos anos 1980 e no começo dos anos 1990 – que foram adquiridos por competidores antes do fim do século.<sup>29</sup> Esta redução numérica foi atingida por um padrão de “competição por fusão e aquisição” guiada por Wall Street que continuou funcionando até o surgimento da crise das hipotecas *subprime*. De certa forma, os oito grandes bancos que operavam nos EUA no fim dos anos 1970 eram redundantes: eles faziam empréstimos similares para clientes similares; e sua competição por participação de mercado em áreas de crédito emergentes (países

---

29. Ver quadro 1. Dois outros bancos (JP Morgan e Chemical) se engajaram em uma fusão de iguais em 2000. Assim, no fim de 2000, somente três dos oito grandes bancos do centro financeiro dos anos 1980 (Bank of America, Citibank, e JP Morgan Chase) sobreviveram.

menos desenvolvidos, hipotecas comerciais, empréstimos-ponte para fusões) invariavelmente levou a um excesso de empréstimos. Wall Street reagiu reduzindo as avaliações de risco de crédito e/ou os preços das ações, criticando seus erros (BENNETT, 1988; QUINT, 1991) e, virtualmente, forçando-os a se consolidarem. Após as fusões, as avaliações de risco de crédito e os preços das ações diferenciariam ainda mais os favoritos daqueles que restaram (HANSELL, 1994). Buscando certeza em tempos de confusão, o mercado procurava seu próprio consenso acerca de quais eram os fortes que deveriam – e, portanto, iriam – sobreviver.<sup>30</sup>

O ponto mais importante para o propósito deste trabalho merece ênfase: a tolerância do FDIC em relação às reservas contra perda em empréstimos, o Plano Baker e, por fim, o Plano Brady e os títulos Brady, representavam intervenções *too big to fail* que tranquilizavam os investidores, acalmavam os mercados e permitiam que os grandes bancos dos EUA continuassem a operar sob propriedade privada por anos – após eles se tornarem tecnicamente insolventes. Além disso, permitiu-se que Wall Street guiasse a reestruturação destes bancos por meio de sinalizações de mercado.

Esta sequência de intervenções de política *too big to fail*, contudo, não foi em grande medida reconhecida como tal – até mesmo pelo SFRC – porque todas elas eram empreendidas com base em uma negação da realidade dos balanços de que os empréstimos ruins que estes bancos fizeram os haviam tornado insolventes. Mas as *thrifts* eram geralmente pequenas e especializadas, e a sabedoria regulatória prevalecente alegava que o sistema com excesso de bancos vigente nos EUA precisava de menos bancos, maiores e mais diversificados. Os três grandes bancos que sobreviveram à crise dos anos 1980, é claro, constituem três dos quatro bancos comerciais gigantes que sobreviveram à crise de 2007-2009 (o quarto – Wells Fargo – já estava na lista de 1984 de bancos *too big to fail* do presidente do Office of the Comptroller of the Currency, Conover).

## 6 A REFORMULAÇÃO DA ESTRATÉGIA BANCÁRIA E A COMPETIÇÃO POR FUSÃO E AQUISIÇÃO<sup>31</sup>

Os anos 1990 representaram um longo desfecho para a crise bancária tripla dos anos 1980. As firmas bancárias que sobreviveram aos anos 1980, em todos os aspectos, encontravam-se em uma situação que teria sido inimaginável 15 anos atrás. Elas não só precisaram redefinir suas bases de clientes e modelos de geração

---

30. Hansell (1994) escreveu sugestivamente que, enquanto as ações do Chemical e do Chase Manhattan estavam sendo vendidas a 80% do valor contábil, as do Citi – uma “boa escolha” – eram vendidas a 115%. O Chemical e o Chase fundiram dois anos depois, como mostra o quadro 1. Este mesmo tipo de processo também ocorreu em mercados regionais. Uma dinâmica como esta levou à compra pelo Wells Fargo em 1986 do Crocker Bank, o qual havia sofrido grandes perdas nos empréstimos aos países menos desenvolvidos (Broder, 1986).

31. Partes desta seção e da seção 8 foram retiradas principalmente de Dymski (2011a).

de receita, mas também precisaram justificar sua própria existência – seja para continuar operando independentemente seja para se fundir com um competidor maior ou mais ambicioso.

A redefinição estratégica dos bancos comerciais tinha um foco duplo. Um ponto focal era o mercado de varejo. A estratégia emergente era sofisticar a atividade bancária (DYMSKI, 1999): identificar, atrair e manter uma base de clientes preferenciais para a qual o banco poderia prestar serviços bancários tradicionais – empréstimos para clientes, hipotecas, depósitos –, assim como serviços não tradicionais tais como fundos mútuos, seguros e consultoria de investimentos. Esta estratégia foi implementada por meio da recalibração de subsídios cruzados. No mundo bancário de tarifas reguladas, subsídios cruzados existiam dentro das linhas de produto: depositantes mais ricos e mais pobres ganhavam a mesma quantia e pagavam as mesmas tarifas por suas contas, por exemplo. Agora, frente a uma competição não bancária feroz, os intermediários utilizavam subsídios cruzados entre linhas de produto para consolidar a lealdade dos clientes; contas para depósitos livres de custos eram oferecidas, por exemplo, para aqueles com um empréstimo hipotecário no mesmo banco. Esta mudança estratégica implicava juízos sobre quais clientes tinham maior receita líquida potencial – aqueles assim identificados eram cortejados com incentivos, enquanto os que não o eram enfrentavam maiores tarifas para os serviços bancários básicos que usavam.

Um segundo ponto focal estratégico foi uma mudança em direção a instrumentos de crédito que utilizavam financiamento externo. Isto inicialmente tomou a forma da criação de consórcios para grandes empréstimos (empréstimos sindicalizados) – tais como empréstimos para tomadores da América Latina ou empréstimos para a subscrição de fusões. A criação de consórcios permitiu a partilha dos riscos associados a grandes compromissos com um pequeno número de tomadores.<sup>32</sup> Outro método para compartilhar o financiamento do crédito foi a securitização dos empréstimos, adequada para situações nas quais o prestador inicial tinha grande número de pequenos tomadores em submercados de crédito (tais como o de hipotecas). Inicialmente, a securitização dependia da hipótese de os termos, as condições e as características dos empréstimos (tais como a probabilidade de reembolso antecipado) serem padronizados ou não. Com o tempo, esta restrição foi relaxada. Esta mudança, por sua vez, levou os bancos a reduzirem os riscos implícitos na intermediação. Em particular, as vendas no mercado secundário – e como foi observado, eventualmente a securitização – reduziram o risco de liquidez com base na transformação de maturidades.

---

32. A criação de consórcios era uma prática antiga entre os bancos de investimento que subscreviam ações e outros títulos (Hayes III, Spence e Marks, 1983).



Muitos derivativos também foram criados com o intuito de se transferirem os riscos dos empréstimos para terceiros.<sup>33</sup>

Ambas as mudanças estratégicas levaram a uma recentralização das fontes de receita dos bancos: em vez de obter receita primariamente de juros, os bancos que adotaram estas novas estratégias começaram a apoiar-se na obtenção de receitas provenientes de tarifas, na manutenção dos clientes lucrativos (de alto padrão), na expansão dos serviços que vendiam para sua base de clientes e também na expansão desta base. Estas mudanças rumo a clientes desejáveis de alto padrão e rumo a serviços baseados em tarifas, realimentavam-se mutuamente. Os bancos também começaram a comercializar serviços financeiros mais padronizados – cartões de crédito, contas especializadas de investimento, e outros – para o nível mais alto do mercado médio.

Fora das transações bancárias comerciais em si, duas outras opções estratégicas surgiram. Primeiro, a rápida maturação dos mercados de dívida securitizada permitiu o uso do modelo “originar e distribuir” para fazer empréstimos arriscados não mostrados nos balanços dos bancos. Nos anos 1990, os credores – às vezes subsidiárias de grandes bancos – começaram a fazer e vender empréstimos predatórios, incluindo hipotecas *subprime*. Estes eram instrumentos que provavelmente levariam os devedores a dificuldades ou à falência, mas eram lucrativos porque carregavam taxas de juros e tarifas elevadas e eram garantidos por colaterais (ENGEL e MCCOY, 2011; DYMSKI, 2010). Eles se mostraram atrativos para um grupo emergente e pouco regulado de intermediários não bancários. Estas entidades – em particular *hedge funds* e fundos de *private-equity*, e contas *offshore* – foram desenhadas para evitar as regulações existentes, e eram capitaneadas por gerentes que cobravam elevados honorários e prometiam retornos acima do mercado para os investidores.

Além disso, as firmas financeiras, operando em mercados globais, estavam desbravando novos instrumentos financeiros – derivativos, *swaps* de taxa de juros, e outros –, que poderiam ser usados seja para se assegurar contra movimentos de preço adversos seja para fazer apostas sobre a direção futura dos preços (ou razões de preços). Muitos destes contratos eram personalizados (negociados em mercados de balcão) e, assim, não tinham mercado secundário. A difusão destes instrumentos não regulados e não registrados foi contestada pela Comissão de Comércio de Futuros de *Commodities (Commodity Futures Trading Commission – CFTC)*, que supervisionava os mercados de futuros de Chicago. Este esforço não teve sucesso. O Ato de Modernização dos Futuros

---

33. O déficit estrutural em conta-corrente da economia americana facilitou o aumento da assunção de risco baseada em títulos. Este déficit criou um superávit crônico na conta capital, que resultou em bilhões de dólares de ganhos no exterior anualmente depositados em bancos e fundos nos EUA que, por sua vez, eram investidos em valores mobiliários denominados em dólares.

de *Commodities (Commodity Futures Modernization Act)* de 2000 esclareceu que a maioria das transações de derivativos de balcão seriam supervisionadas sob diretrizes federais gerais de “segurança e solidez” e não seriam sujeitas nem ao CFTC nem às leis que regiam as *securities* financeiras. Isto abriu totalmente a porta para a era da pós-regulação.

### 6.1 Super-regionais *versus* bancos do centro financeiro *versus* bancos de investimento e bancos não bancos

Este novo conjunto de opções estratégicas, combinadas à visão dos reguladores de competição sem interferência e a desregulamentação progressiva das atividades financeiras, levou a uma competição livre para todos. Uma arena de competição envolvia esforços de bancos regionais “emergentes” para equiparar aos bancos do centro financeiro em tamanho e alcance de mercado. Isto era, inicialmente, uma batalha pelo domínio em mercados bancários.

Competir com os bancos do centro financeiro significava crescer, e a maneira mais eficiente de aumentar a base de clientes, por seu turno, era por meio de fusões e aquisições. Como mencionado, a partir da administração Reagan, o regime regulatório passou a considerar as fusões bancárias como uma ferramenta essencial para resolver o problema do excesso de bancos na economia americana. A articulação e uso da política *too big to fail* nas crises dos anos 1980 forneceram um novo ímpeto para as fusões: em um mundo *too big to fail*, alguns bancos têm maiores chances de sobrevivência que outros. Na história bancária dos EUA, somente os bancos do centro financeiro desfrutaram de um *status* privilegiado. Porém, a lista *too big to fail* do presidente do Office of the Comptroller of the Currency (OCC), Conover (quadro 1), constituiu um novo tipo de desafio, precisamente porque ela incluiu outros bancos junto aos bancos do centro financeiro. Implicitamente, esta lista sugeria que grandes bancos já inclinados a usar fusões para expandir suas operações poderiam tentar tornar-se *too big to fail*. Isto elevou a importância estratégica do controle dos mercados bancários de varejo.

A seção 2 afirmou que um regulador que identifica bancos *too big to fail* pelo nome garante as consequências comportamentais adversas que ele, em princípio, gostaria de evitar. Pode-se somente supor que o presidente do OCC, Conover, estava tentando sinalizar que havia apenas três bancos além dos oito do centro financeiro em 1984 que poderiam ser agrupados na mesma categoria destes oito bancos – ou seja, a categoria *too big to fail*. O que o presidente do OCC talvez não considerou foi o fato de esta lista ter garantido modificações comportamentais adversas para os 11 bancos designados.

Com os bancos do centro financeiro marginalizados por suas próprias crises, surgiu uma nova espécie de banco grande, os “bancos super-regionais”, tais como o NationsBank e o Banc One Corporation.<sup>34</sup> As crises do segmento de poupança e empréstimo e dos bancos comerciais em estados petrolíferos criaram oportunidades para que eles adquirissem instituições mais fracas ou em falência. A crise bancária do Texas foi especialmente importante. Em 1987-1988, os cinco maiores bancos do Texas, todos insolventes, foram adquiridos por fusões auxiliadas pelo governo federal por bancos de outros estados, onde somente um deles (Chemical) era um banco do centro financeiro. O North Carolina National Bank (NCNB) tomou posse do maior banco do Texas, o First Republic Bank.<sup>35</sup>

Bancos fora do centro financeiro viram sua chance de competir com os gigantes do setor. Os super-regionais do Sul dos EUA, cada vez mais capitalizados e confiantes, tendo sido protegidos pelo Compacto Bancário,<sup>36</sup> estavam preparados para competir livremente por bancos e clientes. Eles apoiaram o Ato Bancário Interestadual de Riegle-Neal (Riegle-Neal Interstate Banking Act) de 1995 (HILLS, 2007). O antigo presidente do First Union, Edward Crutchfield, mais tarde comentou:

não havia nenhum consolidador no Nordeste. Os bancos de Nova Iorque eram, mas naquela época estavam ficando um pouco na defensiva. Sua moeda não valia nada, o que significa que suas ações não estavam indo bem. Eles tinham todos aqueles empréstimos internacionais ruins. Meu sentimento era o de que essa era uma ótima oportunidade para ganhar vantagem bem no seu quintal e fazê-lo enquanto eles estavam na defensiva (...). Estávamos começando a entrar pesado no negócio de corretagem e também no negócio de fundos mútuos. A ideia era trazer corretagem, fundos mútuos e seguros para estes clientes que tinham muito dinheiro (...). Era uma jogada de diversificação (HILLS, 2007, p. 90).

---

34. O aparecimento dos bancos super-regionais está relacionado às perdas excessivas e às falências de bancos do centro financeiro devidas aos empréstimos problemáticos aos estados petrolíferos e à América Latina. Por exemplo, o Continental Illinois e o Manufacturers Hanovers Bank faliram nos anos 1980, e o Bank of America e o Citibank apenas sobreviveram.

35. O então presidente McColl observou, em relação a este movimento: “eu sempre vi a negociação do Texas como o ponto decisivo da empresa (...) ela nos levou a um lugar onde poderíamos fazer o que queríamos fazer e nós realmente fizemos o que queríamos fazer depois disso. Aí então, nós realmente pensamos que iríamos construir o maior banco do país” (Hills, 2007, p. 86).

36. Nota dos editores: o Southern Banking Compact foi um conjunto de mudanças na regulação bancária nos estados do Sul do EUA ocorridas em meados dos anos 1980 que permitiu fusões bancárias interestaduais, mas restringiu estas fusões somente aos bancos sediados nos estados do Sul com depósitos originados predominantemente nesta região.

## QUADRO 1

Os 11 bancos *too big to fail* dos Estados Unidos em (1984)

1. Bank of America<sup>1</sup>
2. Continental Illinois – Colocado sob a assistência do FDIC em setembro de 1984, operou com 80% de propriedade do governo como Continental Bank até 1994, quando o Bank of America o adquiriu.
3. Security Pacific National Bank – fundiu-se com o Bank of America em 1992.
4. Citibank<sup>1</sup>
5. Bankers Trust<sup>1</sup> – Sofreu grandes perdas em 1994 e 1998, e foi adquirido pelo Deutsche Bank em novembro de 1998.
6. JP Morgan and Company<sup>1</sup> – Fundiu-se com o Chase Manhattan Bank em 2000 e criou o JP Morgan Chase Bank.
7. Manufacturers Hanover Trust<sup>1</sup> – Fundiu-se com o Chemical Bank em 1991.
8. Chase Manhattan Bank<sup>1</sup> – Comprado pelo Chemical Bank em 1996.
9. Chemical Bank<sup>1</sup> – Mudou o nome para Chase Manhattan Bank após adquiri-lo em 1996.
10. First Chicago<sup>1</sup> – Após problemas de perdas com empréstimos nos anos 1970 e 1990, fundiu-se com o Bank One Corporation em 1994; o Banc One fundiu-se com o Chase em 2004.
11. Wells Fargo National Bank

Fonte: os 11 bancos *too big to fail* foram citados como tais por Conover (1984) e designados por Carrington (1984).

Nota: <sup>1</sup> os oito bancos considerados como bancos de centro financeiro (FDIC, 1997, v. 1, p. 202).

Obs.: os bancos de 1 a 8 correspondem aos bancos *too big to fail* de 1984 que se fundiram com outros membros da lista.

O First Union comprou o Fidelity Bancorp, o maior banco em Nova Jersey, em 1995, e depois em 1997 adquiriu o CoreStates Financial Corporation da Filadélfia, na maior aquisição bancária naquela época.

Contudo, a pressão competitiva sobre os grandes bancos vinha também de outra direção: eles estavam em rota de colisão com os bancos de investimento. O Goldman Sachs e outros entre os principais bancos de investimento haviam avançado fortemente nos anos de crescimento robusto da Era de Ouro, especialmente nos anos 1960, desenvolvendo áreas de mercado emergentes (HAYES III, SPENCE e MARKS, 1983, cap. 1). Isto lhes permitiu escapar do mundo do clube de *gentlemen* dos bancos de investimento mais antigos, cujos acordos dividindo as parcelas do mercado deixavam somente migalhas para os recém-chegados. Por anos, os bancos de investimento antigos e os mais novos se beneficiaram das altas tarifas cobradas por seus serviços, em parte porque o Glass-Steagall Act proibia a competição com os bancos comerciais. No fim dos anos 1970, conforme a desintermediação dizimava as instituições depositárias, as receitas dos bancos de investimento eram abaladas pela desregulamentação das taxas de corretagem. Os bancos de investimento começaram sua própria série de fusões e aquisições. A tripla crise bancária dos anos 1980 forneceu a eles muitas oportunidades de obtenção de receitas. A securitização da maioria dos financiamentos imobiliários e a maturação dos empréstimos “origina e distribui”, assim como a proliferação da corretagem de hipotecas e dos fundos de investimento (incluindo *hedge funds*), transformaram uma grande parte da atividade de empréstimo bancário em um conjunto de possibilidades de geração de tarifas.

Assim, desde meados dos anos 1990, os bancos de centro financeiro enfrentavam competição em três frentes. Na frente de serviços ao consumidor, eles enfrentavam os super-regionais e competidores regionais bem estabelecidos. Na frente de securitização e derivativos, eles enfrentavam os bancos de investimento do próprio país, bancos não bancos e competidores estrangeiros. E eles sempre competiram ferozmente uns contra os outros. Com efeito, o excesso de empréstimos gerado pela competição por fatias de mercado foi uma causa da crise dos empréstimos aos países menos desenvolvidos. O último problema foi resolvido pela consolidação. Como o quadro 1 mostra, por meio de fusões, os oito bancos originais de centro financeiro se tornaram quatro até o fim dos anos 1990. Isto permitiu que os sobreviventes levantassem capital nos mercados como parte de sua recuperação da crise dos países menos desenvolvidos. Em relação às duas outras frentes de competição, um dos bancos remanescentes do centro financeiro (DeutscheBank, que comprou o Bankers Trust) escolheu competir somente na frente dos mercados de atacado/globais. Os outros três bancos remanescentes de centro financeiro escolheram competir em ambas as frentes.

Da mesma forma, os bancos super-regionais se envolveram em uma competição entre si e com os bancos de centro financeiro pela partilha do mercado de varejo. E eles competiam também, embora mais seletivamente, nas áreas não tradicionais, principalmente securitização e empréstimos predatórios e *subprime*. E, assim como, com os bancos de centro financeiro, as fusões entre os membros deste grupo foram uma solução. O First Union e o Wachovia, bancos grandes orientados à expansão e sediados na Carolina do Norte, fundiaram-se em 2001. O Wells Fargo adquiriu o First Interstate Bank em 1996, em uma fusão que gerou considerável descontentamento entre os clientes e empregados, e subsequentemente, concordou com a fusão com o Norwest Bancorp of Minneapolis em 1997 – o banco resultante manteve o nome Wells Fargo e a sede em São Francisco.

O resultado dessas ambições conflitantes por participação e presença no mercado, em um período favorável às fusões no qual a economia dos EUA – graças ao recorrente déficit em conta-corrente – funcionava como um sumidouro para a liquidez global, foi o aprofundamento do processo de competição por fusões e aquisições que já havia sido implantado para reduzir a posição dos bancos de centro financeiro.

Agora o terreno de conflito havia se ampliado, conforme mais barreiras regulatórias caíam. Na verdade, o Federal Reserve ajudou a impulsionar o conflito, agindo como ativista desregulacionista que empurrava as fronteiras do Glass-Steagall Act, que permanecia como lei. Assim, o Fed concordou, por exemplo, em permitir que o Bankers Trust comprasse o Alex Brown, um banco de investimento de Baltimore, em abril de 1997, um movimento que a *The Economist* (1997) saudou como o fim na prática do Glass-Steagall Act.

Ambos, o Bank of America e o NationsBank, compraram bancos de investimento de São Francisco mais tarde, em 1997: Bank of America e Robertson Stephens por US\$ 540 milhões; NationsBank e Montgomerie Securities por US\$ 1,2 bilhão. Então, em setembro de 1998, o Federal Reserve aprovou provisoriamente uma proposta de fusão que violava o Ato das Holdings Bancárias (Bank Holding Company Act) – a combinação planejada do Citicorp e do Travelers – com a condição que a lei fosse modificada apropriadamente dentro de 24 meses.<sup>37</sup> Dois meses depois, o Gramm-Leach-Bliley Act revogou as barreiras estabelecidas pelo Glass-Steagall Act entre bancos de investimento e comerciais, e também eliminou a proibição de *holdings* bancárias (BHCs), combinando bancos, companhias de valores mobiliários e seguradoras. Isto abriu caminho para um acordo de US\$ 70 bilhões que criou a maior empresa de serviços financeiros do mundo.<sup>38</sup>

O processo de competição por fusões e aquisições foi amplo e profundo. Considerem-se vários exemplos. O Bank of America fez duas aquisições com o intuito, em parte, de reforçar sua competitividade na atividade atacadista e não bancária: sua compra do Security Pacific National Bank em 1991, e sua aquisição – acima assinalada – do Robertson Stephens em 1997. Contudo, o Bank of America se chocou rapidamente com as ambições do super-regional mais agressivo. Quando todos os super-regionais trabalhavam para aumentar sua participação no mercado e se consolidar, o NationsBank andava na frente. Ele seguiu sua compra do Republic Bank do Texas em 1987 com as aquisições dos C&S/Sovran da Georgia (1991), Maryland National (1993), Bank South (1995), Boatmen's Bancshares do Missouri (1996), Barnett Bank da Florida (1997), Montgomery Securities (1997) e então o Bank of America (1998), cuja designação tomou. Enquanto isso, após a fusão do Wachovia com o First Union em setembro de 2001, ele comprou o Golden West Financial, com sede na Califórnia e então a segunda maior *thrift* dos EUA, por US\$ 25 bilhões, em maio de 2006. Em maio de 2007, o Wachovia comprou o AG Edwards, a segunda maior corretora de varejo nos EUA. O Washington Mutual (WaMu), que havia se desmutualizado em 1983, expandiu suas operações bancárias de varejo com as compras, nos anos 1990, de bancos em Washington, Utah, e Oregon, e as compras em 1997 e 1998 do Great Western and Home Savings da Califórnia, e também com a aquisição do Dime Bancorp em 2002. Estas fusões tornaram o WaMu a maior *thrift* nos EUA. Ele também se movimentou agressivamente para expandir seus empréstimos de hipoteca e cartões de crédito por meio de aquisições: em 2001 e 2002 adquiriu o PNC Mortgage, o Fleet Mortgage, e o Homeside Lending (hipotecas); então, em 2005, comprou o Provident Financial Corporation (cartões de crédito).

37. Ver o comunicado à imprensa do Federal Reserve de 23 de setembro de 1998. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/bhc/1998/19980923/>>.

38. *Wall Street Journal*, 13 de abril de 1998.

Entre os bancos de centro financeiro e os bancos de investimento, as aquisições e fusões aconteciam em um ritmo não menos frenético. Além da fusão Citigroup-Travelers, outros acordos notáveis incluíram a compra pelo Morgan Stanley, em fevereiro de 1997, do Dean Witter, do Discover & Co., a terceira maior corretora de varejo do país e um grande provedor de cartões de crédito. O Chase adquiriu o banco de investimento britânico Robert Fleming Holdings em abril de 2000, e depois, em setembro de 2000, comprou o JP Morgan, quinto maior banco comercial dos EUA, por US\$ 36 bilhões. Em fevereiro de 1999, o Deutsche Bank assumiu o controle do cambaleante Bankers Trust para fortalecer suas operações de banco de investimento e negociação. Em julho de 2000, o suíço UBS comprou a corretora PaineWebber por US\$ 12 bilhões. Um mês depois, o Credit Suisse First Boston adquiriu a corretora Donaldson, Lufkin & Jenrette.

Uma indicação do ritmo frenético de fusões nesses anos é que, das 25 maiores bank holding companys dos EUA em dezembro de 1997, somente 13 permaneciam em dezembro de 2004 (e outras nove destas 13 seriam compradas ou seriam fundidas até dezembro de 2008). O crescimento dos super-regionais e as fusões e falências dos bancos de centro financeiro haviam eliminado estas duas categorias. Por exemplo, em 1999, o HSBC, que havia entrado nos EUA pela compra do Marine Midland of Buffalo em 1980, comprou o Republic National Bank – um antigo banco de centro financeiro – e moveu sua sede para a cidade de Nova Iorque. Em 2007, a atividade bancária de varejo nos EUA estava dominada por três *bank holding companies* gigantes (Bank of America, JP Morgan-Chase e Citi), com o Wachovia e o Wells Fargo vindo logo atrás. Enquanto isso, a atividade de banco de investimento era dominada por quatro firmas sobreviventes – Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehman Brothers e Bear Stearns.

## 6.2 O debate *too big to fail* reconsiderado

Esperava-se que a corda dos defensores da maior disciplina de mercado tivesse sido apaziguada. Porém, isto não aconteceu. O esforço para conectar a eliminação do seguro de depósito com a instauração da disciplina de mercado não funcionou. Nunca houve qualquer discussão séria sobre acabar com o seguro de depósito durante a crise bancária tripla. Ao contrário, garantias e seguros foram mais amplamente utilizados. Além disso, o progresso na análise de situações de agente-principal (que proliferavam na atividade bancária) sugeria os limites da influência de agentes informacionalmente desfavorecidos nos resultados. Prescott (2002), por exemplo, apontou que o seguro de depósito baseado em risco presumia a ausência de barreiras informacionais para a avaliação dos ativos bancários pelos depositantes – uma assunção improvável, na melhor das hipóteses.

Dados esses limites, uma divisão emergiu em relação a como manter um papel para a disciplina de mercado. Alguns defensores, como Todd e O'Driscoll

Junior (1993), argumentavam que reformar ou eliminar o seguro de depósito era somente um passo no desmantelamento de uma “rede de segurança financeira federal” que distorcia os resultados no mercado bancário e levou às frequentes crises no sistema bancário. Esta certamente era a posição do SFRC como um todo.<sup>39</sup>

Mesmo em meados dos anos 1980, alguns defensores da disciplina de mercado começaram a reconhecer as dificuldades práticas em desenvolver uma alternativa institucional melhor. Pierce (1985) observou que a fonte de instabilidade nos anos 1930 era a reserva fracionária do sistema bancário; e o seguro de depósito havia estabilizado este sistema e sua manutenção permitiria, assim, a (desejável) eliminação de barreiras à atividade dos bancos. Saunder (1985), no mesmo volume, considera a possibilidade de conflitos de interesse sob um sistema recém-integrado de atividades financeiras. Ele conclui que se os mercados são altamente competitivos e a velocidade e qualidade da difusão de informação aos clientes são boas, então, é improvável que os conflitos possam ser explorados consistente e lucrativamente.

Kane, um membro fundador do SFRC, começou a mudar sua visão. Ele reconhecia cada vez mais que a informação assimétrica onipresente cria muitas fontes de instabilidade no setor financeiro. Proprietários, gerentes, depositantes e devedores de instituições financeiras estão todos entrelaçados em conexões que envolvem tomada e carregamento de risco em combinações complexas. Os reguladores “devem equilibrar uma série de relações sutis” entre os interesses destas partes. “Não existe uma razão geral para se supor que os governos deveriam (...) taxar ou (...) subsidiar a assunção de risco institucional” (KANE, 2001, p. 239). Com efeito, não é simplesmente uma questão de regulação governamental distorcendo o que seriam, de outro modo, equilíbrios de mercado eficientes ao prover oportunidades de enriquecimento e de transferência de risco. Em vez disso,

a cultura regulatória em quase todos os países [envolve] (...) três elementos estratégicos: *i*) subsídios politicamente direcionados para devedores de bancos selecionados (...); *ii*) subsídios à assunção de risco pelos bancos (...); e *iii*) monitoramento e controle imperfeito d(estes) subsídios” (KANE, 2008, p. 10).

O elo mais fraco nesta sequência é o (*iii*). Portanto, a chave para eliminar a assunção de risco inapropriada é tornar os funcionários do governo “especificamente responsáveis por entregar e atribuir preços aos benefícios da rede de segurança de forma justa e eficiente” (KANE, 2010, p. 145).

39. Ver, por exemplo, SFRC (1996). Um analista, Snook (2000), levou a abordagem de *rent-seeking* ao extremo, argumentando que as crises bancárias e financeiras no mundo todo nas décadas recentes são atribuíveis aos “criadores de crise” (economistas, políticos, o FMI e o Banco Mundial, entre outros) para os quais as oportunidades de negócio e reconhecimento profissional surgem do colapso de mecanismos financeiros defeituosos.



Enquanto isso, o *too big to fail* continuou sendo um tema de preocupação regulatória. Um artigo do *Federal Reserve Bulletin* (DEFERRARI e PALMER, 2001) introduziu a noção de grandes e complexas organizações bancárias (*large complex banking organizations* – LCBOs). Eles observaram que bancos grandes estavam dominando cada vez mais o sistema bancário dos EUA – os dez maiores detinham 26% de todos ativos bancários em 1989 e 49% em 1999. Além disso, os bancos grandes tinham muito mais posições em derivativos, estavam envolvidos cada vez mais com não bancos e estavam expandindo continuamente seu alcance global. Isto criou um novo conjunto de desafios regulatórios, que deveriam ser respondidos por meio da supervisão focada nos riscos. Este artigo apareceu depois que o Gramm-Leach Bliley Act de 1999 havia rescindido o Glass-Steagall Act e permitido a criação de *holdings* financeiras que combinavam seguros, atividade bancária comercial e de investimento. O Federal Reserve foi designado como o regulador das *financial holding companies*. DeFerrari e Palmer (2001, p. 49) listaram as “cartas de supervisão e regulação” relevantes estabelecidas pelo Federal Reserve para a supervisão das *financial holding companies*. As grandes e complexas organizações bancárias não tinham *status* legal; ao invés disso, o Federal Reserve estava sinalizando sua intenção de regular mais estreitamente as grandes instituições, sistemicamente integradas. A supervisão pelo Federal Reserve vai colocar “uma forte ênfase no entendimento e avaliação dos processos internos de gerenciamento de risco de cada instituição” (DEFERRARI e PALMER, 2001, p. 50).

Nesse mesmo período, o *Federal Reserve Bulletin* publicou vários estudos complementares sobre a renovação da regulação na nova era: um deles defendendo mais transparência nos balanços das grandes e complexas organizações bancárias para facilitar reações de mercado bem informadas (STUDY GROUP ON DISCLOSURE, 2000); e o outro advogando a emissão por essas organizações bancárias de dívida subordinada como um meio de manter a disciplina de mercado (STUDY GROUP ON SUBORDINATED NOTES AND DEBENTURES, 1999).<sup>40</sup>

Essa abordagem pressagiou o Acordo de Basileia II, de junho de 2004, e a atualização pelo Banco de Compensações Internacionais (*Bank of International Settlements* – BIS) do acordo original de Basileia de dezembro de 1987. Como no Basileia I, o primeiro “pilar” do Basileia II consiste em padrões de capital baseados em risco – diferentemente, estes são mais flexíveis e acompanhados por dois outros pilares (maior discricionariedade para os reguladores e maior uso da disciplina de mercado). Este último pilar tem sido implementado por meio de “testes de estresse” dos bancos.

Enquanto a política do Federal Reserve apontava as instituições *too big to fail*, esta questão foi abordada diretamente em um volume do Brookings Institute em 2004. Os autores Stern e Feldman introduzem seu texto como uma “adver-

---

40. Os detentores de dívidas subordinadas em *large complex banking organizations* – LCBOs (Grandes e Complexas Organizações Bancárias) perderiam sua participação total em caso de insolvência.

tência” e descrevem os vários problemas que surgem de se ter bancos *too big to fail*: prêmios sobre o preço dos títulos e ações, tomada excessiva de risco, e outros. Eles, então, listam as instituições *too big to fail*, descritas como aquelas “cujos credores não assegurados provavelmente receberão proteção do governo” (STERN e FELDMAN, 2004, p. 37).

Eles descrevem sua compilação com base na lista original do presidente do Office of the Comptroller of the Currency (OCC), na concentração de ativos e nos bancos cujas atividades de pagamento levaram os supervisores a classificá-los como sistemicamente importantes. Sua lista de instituições *too big to fail* aparece no quadro 2. Os autores notam que estas instituições poderiam “potencialmente ter *status* de grandes e complexas organizações bancárias” (*op. cit.*, p. 38) e, assim, atenção supervisora especial sob o Gramm-Leach-Bliley Act de 1999. No estudo original de Stern e Feldman, as grandes e complexas organizações bancárias de propriedade estrangeira e doméstica estão listadas com base nos seus ativos informados. Aqui, o quadro 2 separa os bancos de propriedade doméstica e estrangeira e – como no quadro 1 –, indica quais membros desta lista subsequentemente se fundiram com outras instituições. Novamente, existe substancial instabilidade: seis das 19 grandes e complexas organizações bancárias dos EUA e uma das 15 grandes e complexas organizações bancárias estrangeiras desapareceram desde que foram listadas como *too big to fail*. Posteriormente, os autores continuam e atualizam a lista *too big to fail* original de 1984 do presidente do OCC para os bancos dos EUA, delineando as instituições que eram *too big to fail* em setembro de 2001.<sup>41</sup>

O argumento utilizado pelos autores sobre o que fazer segue de perto o de Kane. Eles afirmam que vários tipos de efeitos de propagação constituiriam razões para proteger os detentores dos passivos dos bancos *too big to fail*: os potenciais ganhos pessoais para os reguladores, as potenciais perdas políticas para o governo e a possibilidade de recessão e/ou caos no sistema financeiro. Eles asseguram que somente o último é legítimo. Em seguida, consideram como efetivamente usar a disciplina de mercado (incluindo a emissão de dívida subordinada pelas grandes e complexas organizações bancárias) antes da falência. A premissa não declarada é que as grandes e complexas organizações bancárias são, de fato, *too big to fail*. A este respeito, eles imitam a estratégia do presidente do OCC, Conover, de citar nomes, a qual já foi criticada acima.

Interessantemente, um fator que eles citam é a interconectividade dos mecanismos de pagamento com a economia real; mas eles deixam de considerar as interconexões de partes e contrapartes no *overnight*, nos derivativos de balcão e nos mercados de opções – um conjunto que superariam todas as

41. De sua lista de grandes e complexas organizações bancárias dos EUA, eles eliminam o MetLife, Charles Schwab, Contrywide e Northern Trust. E adicionam o First Union (o 6º maior em ativos em 2001); LaSalle Bank (o 16º maior); BBT (o 17º); South Trust (o 18º); Bankers Trust (o 19º); e Regions Bank (o 20º).

demais ao avaliar a possível difusão sistêmica na crise de setembro de 2008 que estava por vir. Este problema não aparecia a primeira vista em 2004. Os autores discutem as falências do Drexel Burnham (fevereiro de 1990) e do Long-Term Capital Management (setembro de 1998). Como eles notam, nenhuma das duas instituições eram *too big to fail*. Mas, como observado por eles, a intervenção do Federal Reserve no último caso “apoia nossa reivindicação de que o medo de instabilidade no mercado financeiro determina a resposta do governo à falência de empresas financeiras” (*op. cit.*, p. 83). O Long-Term Capital Management, é claro, não era um banco de investimento nem um banco comercial, e suas apostas estavam em grande parte nos mercados de opções; e dada a interpenetração de seus compromissos com muitos bancos de investimento, uma avaliação ordenada de seus débitos era crucial para manter a estabilidade nos mercados financeiros.

## QUADRO 2

### Lista Stern-Feldman de “grandes e complexas organizações bancárias” (2004)

<b>Bancos sediados nos EUA</b>	
1.	Citicorp
2.	JP Morgan Chase
10.	Bank One Corp – Fundiu-se com o JP Morgan Chase em 1ª de julho de 2004.
3.	Bank of America
14.	FleetBoston Financial Corporation – Fundiu-se com o Bank of America em 2004.
33.	Countrywide Financial Corporation – Comprado pelo Bank of America em janeiro de 2008.
9.	Wells Fargo
8.	Wachovia Corporation – Comprado pelo Wells Fargo em 3 de outubro de 2008.
13.	MetLife
15.	US Bankcorp
18.	SunTrust Banks
23.	Bank of New York Company
28.	Mellon Financial Corporation – Fundiu-se com o Bank of New York em 2 de julho de 2007.
26.	State Street Corporation
27.	PNC Financial Services Group
20.	National City Corporation – Comprado pelo PNC Financial em 24 de outubro de 2008.
28.	KeyCorp
32.	Charles Schwab Corporation
34.	Northern Trust Corporation
<b>Bancos sediados fora dos EUA</b>	
4.	Deutsche Bank AG
5.	Mizuho Holdings
7.	UBS AG
11.	Credit Suisse Group
13.	HSBC Holdings PLC
16.	BNP Paribas SA
17.	Mitsubishi Tokyo Financial Group
19.	Société Générale
21.	Bank of Montreal Holdings
22.	RBS Group PLC
6.	ABN Amro – Adquirido em 2007 pelo RBS, Fortis, Santander.
25.	Toronto-Dominion Bank
29.	Royal Bank of Canada
30.	Bayerische Hypo-und Vereinsbank AG
31.	Desdner Bank AG

### 7 O *TOO BIG TO FAIL* NA CRISE FINANCEIRA DE 2007-2009

A crise de 2007-2009 se desdobrou em uma velocidade estonteante, forçando as autoridades públicas e os grandes bancos a tomar decisões extremamente importantes, sobre a função e a estrutura financeira, sob a pressão de um possível colapso. A imensidade e o ritmo desta crise refletiram a interpenetração do setor bancário dos EUA (e de outras nações) com os participantes do mercado financeiro cujos ganhos mais altos acontecem nos momentos em que eles são os primeiros a gritar “fogo!”.<sup>42</sup> Até a crise dos países menos desenvolvidos, esta interpenetração extrema era restrita aos bancos de centro financeiro. Porém, conforme a posição dos antigos bancos de centro financeiro se enfraquecia e seu *status* especial se desvanecia, as fusões traziam novos megabancos – notavelmente o Wachovia e o Washington Mutual – ao primeiro plano. E no mundo pós Graham-Leach-Bliley Act, os balanços destes bancos se apoiavam não somente em depósitos, mas também em recursos líquidos dos mercados de curto prazo. E estes bancos eram tão dependentes do julgamento do mercado financeiro quanto os bancos de centro financeiro – e tão vulneráveis a mudanças de opiniões.

É possível identificar a eclosão da crise de 2007-2009 em uma corrida limitada aos emprestadores não bancários de hipotecas *subprime* que começou em janeiro de 2007 (ACHARYA e RICHARDSON, 2009, p. 15). Esta corrida eventualmente desencadeou, em junho de 2007, problemas de financiamento para dois *hedge funds* que o Bear Stearns havia organizado – fora do balanço – como veículos para investimento em obrigações colateralizadas (*collateralized-debt obligations* – CDOs), altamente carregadas com hipotecas *subprime*. O Bear Stearns foi forçado a usar US\$ 3,2 bilhões de seus recursos para socorrer estes fundos. O mercado de empréstimos *subprime* começou a se deteriorar e, em julho de 2007, o Bear Stearns foi forçado a admitir que estes fundos se tornaram insolventes. Uma corrida bancária dos depositantes do Northern Rock PLC, um grande emprestador de hipotecas do Reino Unido, em setembro de 2007, precipitou o colapso do mercado de *commercial papers* lastreado em ativos – a fonte primária de liquidez para a maioria dos CDOs. O Federal Reserve e o Banco da Inglaterra foram forçados a comprar títulos para manter a liquidez do mercado, uma intervenção (“flexibilização quantitativa”) que tem persistido até os dias de hoje.

O colapso do mercado de *commercial papers* lastreado em ativos sinalizou a retirada dos mercados de curto prazo dos títulos lastreados em ativos de alto risco. Rapidamente, a liquidez começou a secar para as empresas financeiras altamente alavancadas e para os emissores de títulos lastreados em ativos – especialmente aqueles com posições em papéis arriscados. Muitos megabancos listados no

42. O principal exemplo recente disto são algumas apostas de *hedge funds* de que o mercado de CDOs, pesadamente carregados com hipotecas *subprime*, entraria em colapso. Lewis (2010) mostra como os bilhões que foram ganhos refletem o resultado não da sorte, mas da estratégia.

quadro 2 foram forçados a recolocar os CDOs em seus balanços (como perda) e vender participações acionárias. O Bear Stearns, um dos “quatro grandes” bancos de investimento, estava sob a maior pressão. Em maio, ele foi vendido por um preço irrisório para o JP Morgan Chase, em um acordo orquestrado pelo governo.<sup>43</sup> Os mercados de curto prazo entraram em colapso por medo e a liquidez continuou a secar.

Em 14 de setembro, o Bank of America anunciou sua intenção de comprar o Merrill Lynch, cujas fortunas estavam caindo precipitadamente devido a sua grande exposição à dívida *subprime*.<sup>44</sup> No dia seguinte, o banco de investimento Lehman Brothers faliu. Durante o mês seguinte, um drama de proporções globais se sucedeu (SORKIN, 2009). Em 15 de setembro, uma corrida bancária de 10 dias começou no Washington Mutual, a maior instituição de poupança e empréstimo nos EUA.<sup>45</sup> Em 20 de setembro, uma corte de falências de Nova Iorque aprovou a oferta do Barclays para comprar as divisões de investimento do Lehman Brothers. No dia seguinte, o Goldman Sachs e o Morgan Stanley – os dois bancos de investimento sobreviventes dos EUA – se converteram em *holdings* bancárias, trazendo as duas firmas para o guarda-chuva de proteção do Federal Reserve sem a ocorrência de audiências públicas em razão das “condições de emergência” que afetavam os mercados financeiros. Em 25 de setembro, o Washington Mutual foi confiscado judicialmente pelos reguladores federais, na maior falência bancária da história dos EUA; no dia seguinte, as filiais do Washington Mutual abriram sob a propriedade do JP Morgan Chase. No dia seguinte também, os preços das ações do Wachovia caíram 27%. Na manhã de 29 de setembro, a venda do Wachovia para o Citigroup foi anunciada; entretanto, em 3 de outubro, o Wells Fargo anunciou um acordo para comprar o Wachovia. Neste mesmo dia, o presidente George W. Bush assinou uma lei que criou o Programa de Assistência a Ativos Problemáticos (*Troubled Asset Relief Program* – TARP), por meio do qual o governo alocou US\$ 700 bilhões para salvar o sistema financeiro americano. Cerca de metade desta alocação foi utilizada para apoiar o capital de um número significativo de bancos e firmas financeiras não bancárias.<sup>46</sup>

---

43. Skeel (2011) disputa a ideia amplamente aceita de que a falência do Lehman Brothers em setembro de 2008 foi a chave para a crise financeira. Ele argumenta que a venda do Bear Stearns sinalizou para os mercados financeiros que o Federal Reserve improvisaria o que fosse necessário para prevenir a falência de qualquer instituições. Assim, o Lehman não teve incentivo para considerar seriamente a possibilidade de sua falência iminente e seu presidente, Richard Fuld, pôde manter uma visão artificialmente inflada das opções de sua empresa até o fim. Se o Federal Reserve tivesse forçado o Bear Stearns a falir, argumenta Skeel, os eventos poderiam ter se desdobrado de maneira muito diferente.

44. Este acordo foi aprovado pelo Federal Reserve em 26 de novembro de 2008.

45. Os US\$ 307 bilhões em ativos do Washington Mutual (Sidel, Enrich e Fitzpatrick, 2008) o teriam tornado a oitava maior *holding* bancária dos EUA naquela época.

46. Outros governos também estavam se movendo rápido. Em outubro de 2008, o governo britânico injetou £ 37 bilhões no RBS, no Lloyds TSB e no HBOS. Em 5 de outubro, o governo belga anunciou a compra do Fortis e a subsequente venda de parte de seus ativos para o BNP Paribas da França. Em dezembro de 2008, a aquisição do HBOS pelo Lloyds TBS foi aprovada.

Ao longo dos vários meses seguintes, o Departamento de Tesouro dos EUA e o Federal Reserve tomaram decisões sobre quais instituições bancárias deveriam receber fundos TARP e sobre quais companhias adicionais deveriam receber o *status* de *bank holding companies*, respectivamente.<sup>47</sup> O Federal Reserve emitiu ordens aprovando novas candidaturas *bank holding companies*: por exemplo, o American Express, em 10 de novembro, o CIT Group, em 22 de dezembro, e o General Motors Acceptance Corporation (GMAC), em 24 de dezembro. Outras aquisições também foram aprovadas: por exemplo, o PNC of Pittsburgh adquiriu o National City of Cleveland em dezembro de 2008.

Com efeito, os reguladores dos EUA definiram quais bancos eram *too big to fail* e lhes forneceram auxílio. A justificativa para estas intervenções inevitavelmente assumiu linhas com um tom familiar:

as ramificações deste tipo de falência são tão amplas e ocorrem em tal velocidade que não podem ser controladas após acontecerem. Corre-se o risco de também derrubar outros bancos, corporações, perturbar os mercados, quebrar bancos de investimento (...). Estamos falando da falência que poderia perturbar todo o sistema (LAWARE, 1991, p. 34).

O antigo governador do Federal Reserve, John Laware, fez esta declaração em 1991 para explicar a decisão de usar intervenções *too big to fail* na crise dos anos 1980. A crise de 2008-2009 estava de volta ao futuro, se vingando.

### 7.1 A que o *too big to fail* levou

As fusões que ocorreram no calor da crise eram questionáveis em termos operacionais, mas faziam sentido para os grandes bancos que esperavam atingir o *status too big to fail*. O Wells Fargo, por exemplo, era até então um grande banco de varejo com presença regional e virtualmente nenhuma capacidade de banco de investimento. Sua fusão com o Wachovia não resolveu este último problema, mas elevou o balanço do Wells Fargo para a classe dos três maiores bancos. A aquisição do Merrill Lynch pelo Bank of America deu a este uma presença que ele não tinha na corretagem e, em menor medida, na atividade de banco de investimento. Ambas as aquisições – e, nesse sentido, também a absorção do Countrywide pelo Bank of America em janeiro de 2008 – foram extremamente arriscadas, mas a habilidade de assumir riscos adicionais é precisamente o ponto ao desejar o *status too big to fail*.

---

47. Estas duas entidades trabalharam juntas neste período, com algumas análises fornecidas por pessoal emprestado dos megabancos de Wall Street (Sorkin, 2009). O Federal Reserve também usou agressivamente a flexibilização quantitativa para manter a liquidez nos sistemas financeiros dos EUA e do mundo. No seu pico em dezembro de 2008, o Federal Reserve tinha US\$ 1,5 trilhão em estoques de créditos em seu balanço (Chan e McGinty, 2010).

Os quatro grandes (Bank of America, JP Morgan Chase, Citigroup e Wells Fargo) estavam agora abrigados em segurança como bancos *too big to fail*, privilegiados do mercado de massa. Dois deles (Citigroup e JP Morgan Chase) possuem operações de banco de investimento no mundo todo. Isto é bastante claro, dado o comentário feito anteriormente de que o fato de designar uma companhia como *too big to fail* pode ter efeitos de aumento de riscos sistêmicos. Contudo, o que está menos claro são as implicações da permanência do Goldman Sachs, Morgan Stanley, MetLife e do Ally Financial (o antigo GMAC) como *holdings* bancárias.

Os bancos foram definidos por anos como instituições cujas atividades primárias consistem na acolhida de depósitos e na realização de empréstimos – ao adicionar os bancos de investimento a esta lista, a subscrição de títulos e ações e o financiamento de longo prazo seriam incluídos. A maioria dos bancos abaixo do nível de megabanco continua perseguindo estas atividades bancárias primárias – experimentos com instrumentos financeiros e estratégias alternativas levaram, na maior parte das vezes, à falência, quando foram testados por bancos neste nível. Como os quadros 1 e 2 demonstram, os megabancos tiveram altas taxas de falência e de fusão desde os anos 1980 até o presente. Como estratégia para sobreviver ao momento de crise, era clara a lógica dos reguladores de prover apoio *too big to fail* para os “quatro grandes” bancos, os dois bancos de investimento remanescentes, e muitas outras empresas – utilizando o *status bank holding company* para justificar os subsídios TARP e as facilidades de crédito do Federal Reserve. Entretanto, depois que o momento de crise passou, a confusão reina a respeito do significado da atividade bancária e da utilidade das garantias bancárias.

Graças às medidas tomadas no calor da crise de 2007-2009, as proteções associadas ao *status too big to fail* foram misturadas ao *status de bank holding company*; e agora algumas instituições com o *status bank holding company* não são primariamente bancos. Uma maneira de ver as diferenças é considerar as diferentes condutas em relação às atividades bancárias essenciais. O gráfico 3 mostra a razão entre empréstimos e arrendamentos (*leases*) e os ativos para nove grandes bancos: os “quatro grandes”; três grandes bancos regionais (SunTrust, BB&T, e Fifth Third Bancorp); e o Goldman Sachs e o Morgan Stanley. Observa-se claramente que os dois antigos bancos de investimento não fazem distintas operações de empréstimo de valor significativo.<sup>48</sup> Um gráfico representando a razão entre depósitos e ativos seria virtualmente idêntico. O gráfico 4, por sua vez, mostra as razões entre derivativos e ativos para esta mesma amostra de bancos. As posições de derivativos para ativos do Goldman e do Morgan

---

48. Estas duas instituições não têm dados para 2007 porque então elas não estavam sujeitas à lei das *holdings* bancárias.

Stanley tornam minúsculas até mesmo aquelas do Citibank e do Wells Fargo, que, por sua vez, são muito mais altas que aquelas para os três bancos regionais representados.

Outra maneira de ver essa disparidade é com respeito às missões destes bancos. Considere a declaração do presidente do Goldman Sachs, Lloyd Blankfein, para a Comissão de Investigação da Crise Financeira no começo de 2010.

Na nossa função de fazedores do mercado (*market-making*), somos protagonistas. Representamos o outro lado do que as pessoas querem fazer. Não somos um fiduciário. Não somos um agente. É claro, temos a obrigação de divulgar plenamente o que um instrumento é e sermos honestos em nossos acordos, mas não estamos gerenciando o dinheiro de outra pessoa (FCIC, 2010, p. 27).

A palavra que caracteriza um banco comercial, em contraste, é “depositário” (termo que os bancos comerciais dividem com as *thrifts*): a responsabilidade primordial de um depositário é servir e proteger os interesses dos seus depositantes. O fato é que o Goldman virtualmente não tem nenhum depósito para proteger. Blankfein, como banqueiro do Goldman Sachs, está simplesmente declarando a realidade da forma como os bancos de investimento a entendem. A resistência agressiva do Goldman e outros bancos de investimento à imposição de limites sobre as remunerações e as atividades de suas empresas é, nesse sentido, consistente com a abordagem “coma ou seja comida” (*eat-or-be-eaten*), que define a atividade contemporânea de banco de investimento.<sup>49</sup> Tampouco é surpreendente que estas instituições tenham utilizado as “condições de emergência” do fim de 2008 para usufruir de vantagens geoeconômicas. Contudo, a filosofia de ação no mercado destas instituições somente é sustentável, no longo prazo, se elas enfrentarem um risco real de empreendimento, onde a falência é uma possibilidade.

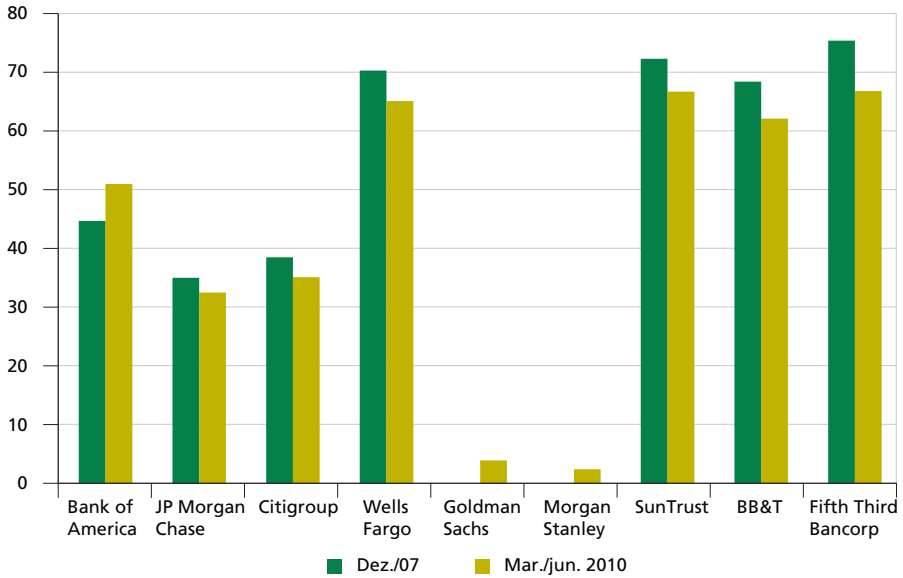
## 8 PRESSÕES PÓS-CRISE, DEBATES E ESFORÇOS DE REFORMA

Os resgates *too big to fail* que acompanharam a crise de 2007-2009 fizeram com que *too big to fail* se tornasse um termo do dia a dia na cultura popular. Quantas destas ações foram necessárias para salvar o sistema financeiro do colapso não é possível saber e não é considerado aqui. O que estas contundentes ações governamentais indiscutivelmente fizeram, foi tornar claro quais firmas financeiras eram *too big to fail* e quais não eram.

49. Sobre a resistência dos megabancos de Wall Street às regulações restritivas durante as reformas nos EUA em 2010, ver Harper (2010). Sobre a evolução da atividade de banco de investimento, ver Cassidy (2010). Para comportamento “protagonista” inconsistente com as responsabilidades de “depositários”, ver Eisinger (2011).

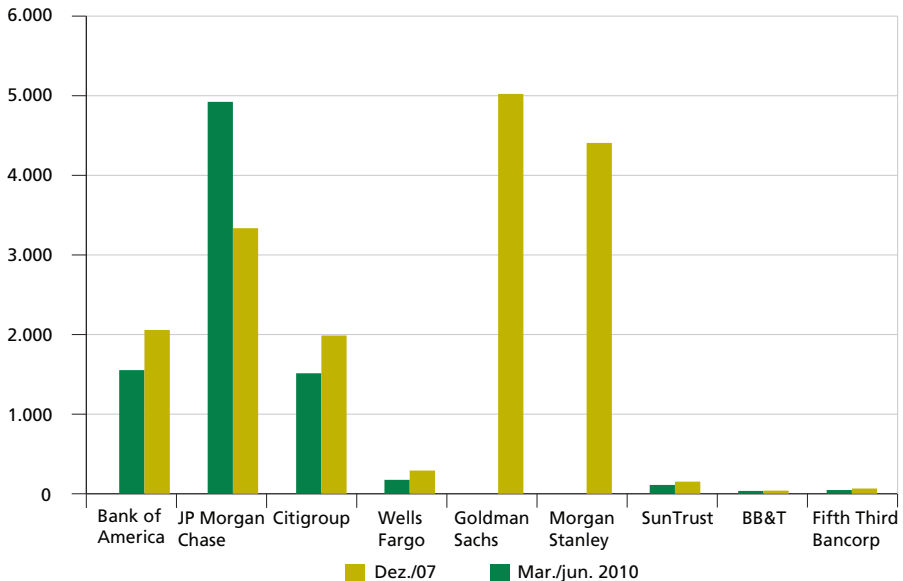


**GRÁFICO 3**  
**Empréstimos líquidos e arrendamentos como porcentagem dos ativos – grandes *holdings* bancárias selecionadas (dez. 2007 e mar./jun. 2010)**



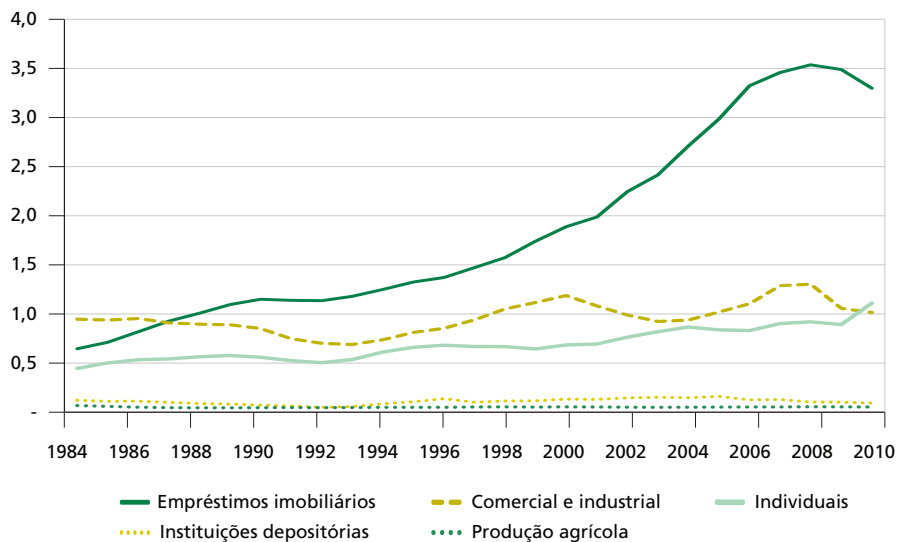
Fonte: FDIC (s.d.).

**GRÁFICO 4**  
**Derivativos como porcentagem dos ativos – grandes *holdings* bancárias selecionadas (dez. 2007 e mar./jun. 2010)**



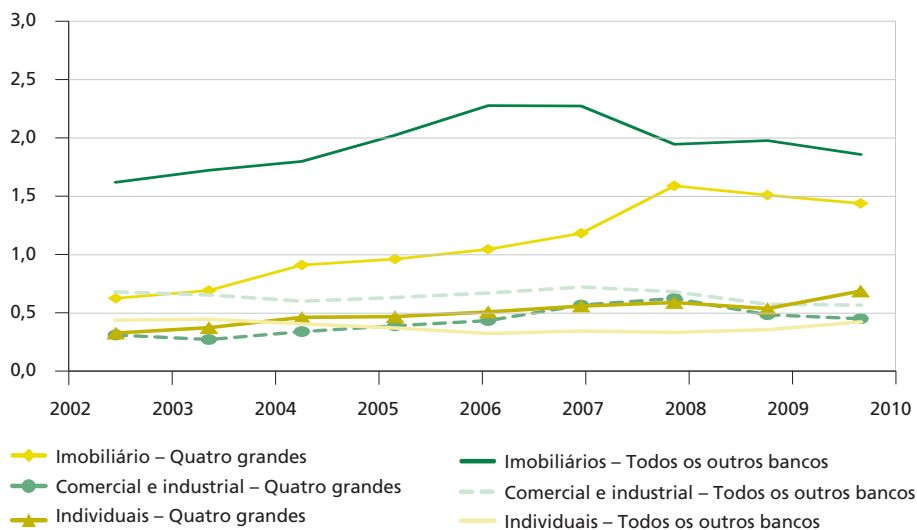
Fonte: FDIC (s.d.).

**GRÁFICO 5**  
**Estoque de empréstimos em bancos comerciais dos EUA, por categoria de empréstimo**  
**(1984-2010)**  
 (Em US\$ trilhões de 2005)



Fonte: FDIC (s.d.).

**GRÁFICO 6**  
**Estoque de empréstimos nos "quatro grandes" e em todos os demais bancos comerciais dos EUA (2002-2010)**  
 (Em US\$ trilhões de 2005)



Fonte: FDIC (s.d.).

Um impacto quase imediato da crise das hipotecas *subprime* foi uma queda acentuada na atividade de empréstimo. O gráfico 5 mostra que os estoques de empréstimos em duas das maiores categorias de empréstimos – lastreados em imóveis, comerciais e industriais – caíram depois de 2008. Como o gráfico apresenta os estoques de empréstimos e não as novas operações líquidas, este subestima a queda da atividade líquida de crédito. Note que os empréstimos para indivíduos são a única categoria a expandir após a crise.

O gráfico 6, por sua vez, ilustra a evolução do volume de empréstimos, por categoria, entre os “quatro grandes” bancos – Bank of America, JP Morgan Chase, Citigroup e Wells Fargo – e o restante dos bancos americanos, nas três categorias de empréstimo quantitativamente mais importantes. Este gráfico ilustra primeiro que, entre 2002 e 2010, o volume de empréstimos dos “quatro grandes” se igualou ao restante do sistema bancário nos empréstimos para consumidores e empréstimos comerciais e industriais, e quase atingiram a igualdade nos empréstimos para imóveis. Outra característica notável deste gráfico é que, enquanto o volume de empréstimos imobiliários em dólares constantes dos “outros bancos” diminuíram após 2006, o volume dos “quatro grandes” continuou a aumentar. A mudança de 2007 para 2008 é difícil de interpretar, porque os “quatro grandes” se fundiram com alguns de seus maiores competidores. Porém, o volume de empréstimos imobiliários dos “quatro grandes” continuou a crescer mesmo depois de considerar estas fusões. Este é o tipo de comportamento insensível ao risco que se pode esperar de bancos que operam sob a cobertura *too big to fail*.

### 8.1 Debate sobre a reforma financeira

O período de crise intensa nos EUA, Reino Unido e União Europeia criou pressões por reformas legais e regulatórias. Um efeito imediato foi que um conjunto muito mais amplo de vozes de analistas pesou mais no debate do que ocorria previamente. Até o período da crise, a maioria dos economistas acadêmicos proeminentes, especializados em bancos e finanças, teve pouco a dizer sobre a regulação bancária nos EUA. Este era um domínio largamente exclusivo do SFRC; mas não mais. Proeminentes economistas teóricos, de abordagens e visões diversas, produziram, em grupo, o relatório de Squam Lake (FRENCH *et al.*, 2010). Ao mesmo tempo, um vigoroso grupo do corpo docente da Faculdade de Negócios Stern (Stern School of Business) na Universidade de Nova Iorque produziu vários artigos e, finalmente, um ambicioso volume (ACHARYA *et al.*, 2011) que definia ideias detalhadas sobre a reforma financeira e a implementação do Dodd-Frank Act. Teóricos, que há muito estavam engajados fundamentalmente em discursos acadêmicos – a exemplo de John Geneakopulos de Yale, Markus Brunnemeier de Princeton e Darrell Duffie de Stanford –, tornaram-se ativos em debates de política. Além disso, duas investigações do Congresso sobre a crise financeira foram empreendidas – uma pela Câmara (FCIC, 2010) e outra pelo Senado (US Senate, 2011).

O SFRC e seus membros permaneceram tão ativos como sempre. De fato, um membro do SFRC (Peter Wallison do American Enterprise Institute) se tornou membro da Comissão de Investigação da Crise Financeira e foi central na apresentação dos indicados pelo Partido Republicano de um relatório dissonante (REPUBLICAN COMMISSIONERS ON FCIC, 2010). Ao mesmo tempo, as ativas e bem divulgadas intervenções de novos analistas com credenciais acadêmicas introduziram uma nova dinâmica no contexto interpretativo. A assertiva familiar do SFRC de que os mercados financeiros – e especialmente as grandes e poderosas instituições destes mercados – poderiam ser sempre auto-governados, foi fundamentalmente desafiada. Por exemplo, Acharya e Richardson (2009) escreveram que

o propósito legítimo e meritório da securitização é o de espalhar o risco. Ela o faz por meio da remoção de grandes concentrações de risco dos balanços das instituições financeiras e a alocação de pequenas concentrações nas mãos de um grande número de investidores. Contudo, especialmente de 2003 a 2007, o principal propósito da securitização não era dividir os riscos com os investidores, mas contornar a regulação da adequação de capital. O resultado final foi a manutenção da concentração do risco nas instituições financeiras – e, de fato, a manutenção do risco em um nível largamente ampliado, em razão da sobre-alavancagem que ela permitiu (ACHARYA e RICHARDSON, 2009, p. 196-197).

No centro das preocupações destes autores, se encontravam as grandes e complexas instituições financeiras (*large complex financial institutions*) – uma variação do termo *large complex banking organizations* utilizado pelo Federal Reserve – que estavam no âmago da crise. Os impulsos centrais das *large complex financial institutions* gravavam um desafio direto às intenções regulatórias,

a gênese de tudo era o desejo dos funcionários de *large complex financial institutions* altamente alavancadas de assumir riscos ainda mais altos, gerando “lucros” de curto prazo ainda mais altos. Eles conseguiram fazê-lo contornando os requerimentos de capital impostos pelos reguladores – os quais, por sua vez, esperavam diminuir a chance de que o seguro de depósito, e a doutrina do *too big to fail*, pudessem levar as *large complex financial institutions* a assumir tais riscos (*op. cit.*, 2009, p. 209).

Darell Duffie, também, examina as implicações da evolução institucional das firmas financeiras. Ele focou em “grandes bancos *dealers*”, que são membros de uma classe e ao mesmo tempo diversos, em que eles

agem como intermediários nos mercados de *securities* (títulos e ações), acordos de recompra, empréstimos de *securities* e derivativos de balcão. Eles conduzem negociações próprias (especulativas) em conjunção com estes serviços. Eles são corretores (*prime brokers*) para *hedge funds* e fornecem serviços de gerenciamento de ativos para investidores institucionais e indivíduos ricos (...) alguns operam “*hedge funds* internos” e parcerias em *private equity* (DUFFIE, 2011, p. 4).

Isso descreve precisamente as atividades bancárias “não essenciais” do Goldman Sachs e/ou JP Morgan Chase. Para Duffie, grandes bancos *dealers* são *game-changers*;<sup>50</sup> se não forem bem regulados ele assumirão riscos ineficientes, mas sua centralidade no nexu financeiro impõe a política *too big to fail* como uma necessidade.

Quando a solvência de um banco *dealer* se torna incerta, suas várias contrapartes e clientes têm incentivos para reduzir sua exposição ao banco, às vezes rapidamente e numa cascata que se realimenta (...). Bancos *dealers* têm sido vistos, com razão, como *too big to fail*. A destrutividade da falência do Lehman Brothers em setembro de 2008 é um exemplo relevante disso (*op. cit.*, 2011, p. 5).

Com efeito, Duffie racionaliza a ação desajeitada do Federal Reserve durante a crise, mas simultaneamente cobra uma regulação adequada. Na verdade, estas novas vozes no debate dos EUA sobre a regulação bancária de forma alguma eram *sui generis*.<sup>51</sup> Charles Goodhart (1988; 1998) tem argumentado por anos que os problemas bancários de agente-principal tornavam a presença de um banco central forte e de uma regulação forte uma necessidade: seu argumento principal é que um problema de *free-rider*<sup>52</sup> caracteriza a criação de crédito (ou qualquer atividade de intermediação financeira geradora de lucros) e leva todos os bancos a gerar um volume individual de crédito (ou outros instrumentos financeiros) maior que o mercado como um todo pode absorver sem ultrapassar os limites que permitem o alinhamento dos preços financeiros e do setor real. Este argumento coloca o ideal de mercados financeiros eficientes, que opera como farol para o SFRC, como uma impossibilidade. Os impulsos estratégicos dos bancos os levam a competir de maneira que corroem a solidez dos mercados em que operam. Quando estes impulsos rumo ao excesso são amplificados pelo *status too big to fail*, as crises de mercado, devidas à disparidade entre a geração e a assunção de risco, aumentarão sua velocidade e o estrago que podem causar.

Estas perspectivas de política tinham especial força no debate porque eram apoiadas por artigos publicados em periódicos respeitados.<sup>53</sup> Como demonstrado nas passagens contrastantes de Ingo Walter, que aparecem na epígrafe deste artigo, até mesmo os economistas que uma vez receberam com

---

50. Nota dos editores: um *game-changer* pode ser visto como uma instituição que, ao alterar sua estratégia de negócios e adotar uma linha nova, muda as condições vigentes no mercado em que concorre.

51. Nota dos editores: *sui generis* é uma palavra de origem latina que significa “único em seu gênero”, sendo usada como adjetivo para indicar algo único, peculiar.

52. Nota dos editores: o comportamento *free rider* é aquele em que um ou mais agentes econômicos acabam usufruindo de um determinado benefício proveniente de um bem, sem que tenha havido uma contribuição para a sua obtenção.

53. Por exemplo, Acharya (2009) apoia sua conclusão de política em um artigo acadêmico que mostra como o risco sistêmico pode se multiplicar descontroladamente em mercados financeiros quando bancos com responsabilidade limitada empreendem investimentos correlacionados, onde uma parte do risco é descarregada no mercado como um todo. Este artigo sugere que para controlar o risco agregado da economia como um todo, os reguladores prudenciais devem considerar o aumento em ambos os riscos – agregado e individual – que qualquer investimento acarreta.

entusiasmo a inovação representada pelas empresas financeiras integradas agora concluíam que a separação das funções financeiras deveria ser reintroduzida. Walter, Acharya e Richardson são colegas na Stern School of Business da Universidade de Nova Iorque.

Esta mudança nos participantes do debate sobre a política não resolveu, contudo, a questão daquilo que deveria ser feito. A abordagem da Stern School of Business da Universidade de Nova Iorque (RICHARDSON, SMITH e WALTER, 2011) sustenta que os conglomerados financeiros devem diminuir de tamanho. As únicas companhias que podem operar sustentavelmente, sem eventualmente disparar intervenções *too big to fail*, são os intermediários menores e especializados que focam em um pequeno conjunto de funções financeiras. Johnson e Kwak (2010) defendem uma regra explícita, limitando o tamanho de todos os intermediários financeiros como proporção do produto interno bruto (PIB). A abordagem utilizada em outros estudos – tal como French *et al.* (2010) e Duffie (2011) – é permitir a ampla atividade dos conglomerados financeiros, mas criando mecanismos de incentivo ou punição nas várias subáreas da atividade financeira, de modo a evitar excessos perigosos no comportamento e nas tomadas de posição. Shiller (KROSZNER e SHILLER, 2011) argumenta que o problema principal não está no tamanho ou complexidade das empresas, mas, sim, na estrutura dos mercados disponível para atender as necessidades bancárias. Sua premissa é que os contratos financeiros devem ser simplificados para que leigos possam entendê-los, e que mercados futuros e de derivativos deveriam ser estabelecidos para permitir que leigos possam cobrir suas apostas (tal como um *hedge* contra a queda nos preços das casas em sua cidade). Em sua visão, o sistema financeiro dos EUA está a meio caminho de um corajoso mundo novo das finanças democratizadas. Este é, então, o momento de modernizar os arranjos financeiros em uma direção que apoie a participação democrática.

Em suma, a ideia nesta última abordagem é que um regulador bem informado e bem intencionado pode entender as motivações nos mercados conforme elas evoluem e reagir a elas a tempo de evitar as possíveis perdas que, de outro modo, poderiam ocorrer. Este regulador pode também assegurar que a dispersão dos contratos e da informação permitam uma participação mais informada dos consumidores em mercados anteriormente esotéricos. A ideia na abordagem é que tal supervisão sensata não é sistematicamente possível sobre empresas complexas e inovadoras. Portanto, as firmas têm de ser simplificadas. Os economistas comprometidos com a segunda abordagem estão convencidos de que a criação de um mecanismo bom o suficiente trará enormes ganhos de eficiência alocativa, sem sacrificar as vantagens dos mercados financeiros centralizados. Os economistas comprometidos com a primeira abordagem acredi-

tam que não existe um desenho de mecanismo que não possa ser solapado pelo comportamento especulativo ou *insider*. Ou seja, mesmo dentro das filas dos reformadores, continua o debate sobre se os resultados de mercados eficientes são possíveis sob alguma condição.

## 8.2 Legislação sobre reforma financeira e *lobbying*

Enquanto o debate sobre a política a seguir se renovava, a reforma legislativa pós- crise seguiu um caminho lento e tortuoso, de modo que uma confusão substancial sobre a política permanece. No Reino Unido e na União Europeia, os esforços de reforma começaram mais cedo (em 2009), mas têm sido substancialmente frustrados.<sup>54</sup> Nos EUA, um esforço de reforma financeira começou tardiamente em 2010. Esta reforma de fato promete algumas mudanças significativas: uma nova agência de proteção ao consumidor de produtos financeiros; requerimentos de capital mais estritos para grandes empresas financeiras; limites à capacidade dos megabancos na negociação de *securities* (títulos e ações) por conta própria (ao invés de executar operações solicitadas por clientes); a elaboração de *living wills*<sup>55</sup> pelos megabancos para que, em caso de insolvência, eles possam ser desmembrados de forma ordenada; limites nas taxas e tarifas que podem ser cobradas nos cartões de crédito e bancários dos clientes; maior capacidade de monitoramento da Securities and Exchange Commission (Comissão de Valores Mobiliários); a exigência de que várias categorias de contrato de derivativos sejam negociadas em bolsa; e outras.

Em muitos casos, mais mudanças fundamentais foram propostas do que adotadas: algumas brechas foram inseridas na regra Volcker, que originalmente teria proibido completamente que os megabancos fizessem transações por própria conta; uma limitação de tamanho dos bancos, que obrigaria os bancos excessivamente grandes a se separarem por razões prudenciais, foi eliminada; e outras. A legislação resultante nos EUA fez somente mudanças marginais no grau de controle sobre a liberdade de ação dos megabancos (BRAITHWAITE, GUERRERA e BAER, 2010).

---

54. Os líderes da União Europeia fizeram um esforço para regular os *hedge funds* e os fundos de *private equity* pela primeira vez no começo de 2009, mas as autoridades do Reino Unido e do continente discordaram em relação ao equilíbrio entre liberdade de ação e controle. No final de 2009, estas mesmas autoridades discordaram sobre a imposição de restrições às remunerações dos banqueiros. Lorenzo Bini Smaghi, um membro da diretoria do Banco Central Europeu, afirmou sucintamente ao *Financial Times* qual o principal problema enfrentado pela reforma da Europa: os três objetivos de "integração financeira, estabilidade financeira e autonomia de supervisão nacional (...) não podem ser alcançados simultaneamente" (Smaghi, 2009).

55. Nota dos editores: em seu sentido original, o *living will* é um documento legal que expressa os desejos de uma pessoa quanto à forma que seu tratamento médico deve continuar em caso de ela se tornar mental ou fisicamente incapaz. É feita aqui a analogia com uma grande instituição que deve especificar como ela mesma deve ser desmembrada em caso de insolvência.

No entanto, os bancos têm resistido ferozmente ao Dodd-Frank Act de 2010.<sup>56</sup> Como o ato em si agora é lei, a resistência tomou duas formas: tentativas de revogar o Dodd-Frank Act; e esforços para enfraquecer suas prescrições no estágio de redação da regulamentação. Parte desta resistência pode ser defensiva: nos EUA e em outros países, o valor dos ativos securitizados e anteriormente securitizados que os megabancos continuam a manter em seus balanços permanece incerto; quedas nos valores que podem forçar ainda mais bancos a se tornarem insolventes são imagináveis. Esta mesma razão também explica porque os megabancos sobreviventes empreenderam tão ferozmente uma campanha de resistência passiva contra o programa do governo federal de prevenção à execução hipotecária. Estes empréstimos podem ser mantidos nos balanços – com seus valores contábeis –, contanto que a execução hipotecária ou a renegociação de empréstimo sejam evitadas.

Outra parte dessa resistência é ofensiva. O setor financeiro aperfeiçoou a arte de fazer *lobby* sobre a legislação que afeta seus interesses; e o Dodd-Frank Act e suas consequências constituíram um novo patamar. Uma revisão completa sobre a influência do dinheiro do setor financeiro está fora do alcance deste estudo. Porém, até mesmo uma pequena amostra de colunas em jornais e relatórios recentes ilustra a influência que o setor tem para fazer valer suas posições. Entre 2006 e 2010, 219 antigos funcionários da Securities and Exchange Commission (SEC) trabalharam para os setores Fire (*finance, insurance, and real estate*) após sair da SEC (PROJECT ON GOVERNMENT OVERSIGHT, 2011). Desde janeiro de 2009, 1.447 antigos funcionários federais foram contratados por estes mesmos setores Fire para fazer *lobby* no Congresso e nas agências federais (CENTER FOR RESPONSIVE POLITICS, 2010) – metade dos antigos membros do Congresso que está hoje engajada em *lobbying* foi contratada pela indústria Fire durante as deliberações do Dodd-Frank Act. Nos três primeiros meses de 2011, 488 organizações diferentes fizeram *lobby* no Congresso sobre o Dodd-Frank Act (BECKEL, 2011) – este número está abaixo das 815 que fizeram *lobby* durante o segundo trimestre de 2010. Os dois senadores dos EUA que estavam liderando a luta para revogar ou enfraquecer o Ato Dodd-Frank, especialmente o Consumer Financial Protection Bureau (Gabinete de Proteção Financeiro ao Consumidor) receberam mais de US\$ 4,3 milhões em doações de campanha dos setores Fire durante suas carreiras, US\$ 2,2 milhões dos quais durante o ciclo eleitoral de 2010 (PAPAGIANNIS, 2011). E apesar das muitas alegações de má-fé e inépcia na venda e depois na execução dos empréstimos hipotecários *subprime*, nenhum dos grandes executivos dos megabancos foi processado (MORGENSON e STORY, 2011).

---

56. No fim de 2010, as nações do G20 fizeram um esforço para harmonizar globalmente as regulações financeiras através de um novo conjunto de padrões de segurança para os balanços (Basileia III). Este esforço também tem sido objeto de feroz resistência (Braithwaite e Guerrera, 2010).



Talvez o mais surpreendente relatório recente sobre o impacto do dinheiro sobre a política nas finanças foi compilado por Igan e Mishra (2011), dois economistas do FMI. O estudo mostra que a legislação a favor da desregulamentação tem muito mais chances de ser aprovada que as leis que promovem a regulação mais estrita. A influência do *lobbying* e suas conexões explicam grande parte desta diferença nos resultados.

Simon Johnson (2009) argumentou que esse padrão “porta giratória” da regulação e as contribuições de campanha contribuem para a formação de uma “plutocracia” financeira que tomou o controle dos instrumentos de política no governo dos EUA. Isto é, os argumentos sobre “o que é a atividade bancária” e “se as regulações obrigatórias impedirão a eficiente alocação de crédito” se desdobram em um campo de jogo demarcado.

### 8.3 Finança reprimida e competição regulatória

Dada a proliferação do dinheiro Fire sendo despejado em Washington, pode ser surpreendente apreender que o setor se vê ele mesmo como estando sitiado. Este argumento dos megabancos é plausível quando considerado pela perspectiva do impacto da crise de 2007-2009 sobre suas posições globais. A *BusinessWeek* e a *Forbes* publicam listas “Global 1000” (ou no caso da *Forbes*, “Global 2000”) das maiores empresas no mundo. Uma compilação aproximada do valor de mercado das firmas financeiras nos EUA e em outros países (para aquelas firmas incluídas nestas listas) sugere que as ações das firmas financeiras dos EUA perderam cerca de 56% de seu valor de mercado entre 2004 e 2010, enquanto as firmas em outros países ganharam 174%. Com isso, enquanto o valor de mercado das empresas financeiras dos EUA, incluídas na lista “Global 1000”, excedeu o valor de mercado das grandes empresas financeiras do restante do mundo, em 2004, em 2010 a participação dos EUA no valor acionário, da lista “Global 1000” da *Forbes*, era de somente 26%.

De acordo com o *Financial Times*, Ben Bernanke foi desafiado por Jamie Dimon, presidente do JP Morgan Chase, em uma conferência em Atlanta, em 10 de junho de 2011. Dimon se queixou de algumas das novas regulações em que o Federal Reserve estava trabalhando para implementar o Dodd-Frank Act, incluindo maiores requerimentos de capital para grandes bancos, tais como o de Dimon. Ele disse:

alguém se incomodou em estudar os efeitos cumulativos de tudo isso? (...) E você não tem medo, como eu tenho, de que quando olharmos para trás (...) eles terão sido a razão pela qual demorou tanto para que nossos bancos, nossos créditos, nossos negócios, e mais importante, a criação de empregos, começassem a caminhar novamente? (FINANCIAL TIMES, 2011).

Talvez surpreendentemente, Bernanke respondeu que ninguém havia de fato feito um estudo do mesmo tipo que Dimon estava sugerindo.

O monólogo furioso de Dimon foi realizado um dia depois de o secretário do Tesouro dos EUA, Timothy Geithner, ter afirmado que, devido à abordagem regulatória superficial de Londres antes da crise de 2007-2009 ter tido efeitos tão drásticos, o Banco da Inglaterra deveria seguir o exemplo dos EUA ao estabelecer diretrizes regulatórias mais firmes. Isto levou um funcionário sênior da Autoridade de Serviços Financeiros do Reino Unido (UK Financial Services Authority) a satirizar: “claramente ele não estava se referindo à regulação de derivativos, porque, até onde eu me lembro, não havia nenhuma na América naquela época”.<sup>57</sup> Conforme o artigo do *Financial Times* avança e nota, as novas regras sobre os derivativos de balcão que estão sendo impostas – mesmo com resistência e enfraquecidas pela pressão do setor – colocarão as empresas financeiras autorizadas pelos EUA que emitem estes instrumentos em desvantagem em relação às empresas financeiras domiciliadas em outros lugares, tal como em Cingapura e possivelmente em Hong Kong.<sup>58</sup> O dilema destes funcionários dos EUA (e, de fato, o dilema de qualquer regulador financeiro nacional ou regional) é que, para evitar a fuga dos megabancos – ou a ameaça de tal fuga –, eles devem induzir os reguladores financeiros nacionais/regionais de alguma importância a impor as regras mais estritas que eles esperam impor, ou eles devem enfraquecer as regras que propõem. A abordagem desajeitada do secretário Geithner em seguir a primeira opção ilustra claramente o dilema dos EUA – e, nesse sentido, também do Reino Unido e da União Europeia – nas suas reformas regulatórias pós-crise: ele não possui a credibilidade para induzir a cooperação com as novas regras, nem o poder para impô-las.

Há uma passagem na obra *Too big to fail* de Sorkin (2009) na qual Timothy Geithner revela ter uma visão sentimental do setor financeiro. Sorkin descreve uma revelação experimentada por Timothy Geithner, então presidente do Federal Reserve Bank of New York, quando uma corrida matinal, em meio ao período de gerenciamento da crise, em 2008, o levou a passar em frente ao depósito de barcas de Staten Island:

aquelas barcas, carregadas com trabalhadores de escritório, lhe deram o que pensar. É disso que se trata, ele pensou, as pessoas que levantam ao nascer do sol para irem aos seus trabalhos, todos dependentes de alguma forma do setor financeiro para ajudar a impulsionar a economia. Não interessam os números impressionantes. Não interessa a complexidade impiedosa da finança estruturada e dos derivativos, nem os bônus de milhões de dólares daqueles que fizeram as apostas. É disso que se trata ao salvar o setor financeiro, ele lembrou, pessoas comuns com trabalhos comuns (SORKIN, 2009, cap. 17).

57. Ambas as declarações apareceram em Masters *et al.* (2011).

58. A questão é que o Dodd-Frank Act exige colateral a ser posto em contratos de derivativos não liquidados, onde quer que eles sejam feitos; a Singapore Exchange criou facilidades de negociação e liquidação para contratos de derivativos que não impõem estes requerimentos.

A conexão de Dimon-Geithner – revelada aqui – ilustra o impasse que foi atingido pela regulação financeira dos EUA. O presidente Dimon afirma que sua empresa precisa de liberdade de ação absoluta para cumprir suas tarefas com mais eficácia, e que uma vez liberada novamente, gerará empregos para os trabalhadores dos EUA. O então funcionário do Federal Reserve Geithner revela sua visão na qual um setor financeiro funcionando bem mantém “pessoas comuns com trabalhos comuns”. Geithner aceita o enquadramento de Dimon sobre o que é a atividade bancária e sobre quais firmas são mais capazes de conduzi-la eficientemente. Na mesma conferência em que Dimon confrontou Bernanke, o discurso do secretário Geithner incluiu que

o sistema financeiro dos EUA está se recuperando graças às “decisões difíceis” que tomamos para reestruturá-lo fundamentalmente conforme lutávamos contra o fogo financeiro de 2008 e 2009. E assim será porque fizemos as reformas necessárias para preservar estas mudanças, com um melhor equilíbrio entre estabilidade e inovação. (...) As partes mais fracas do sistema financeiro dos EUA – as firmas que assumiram mais risco – já não existem ou foram significativamente reestruturadas. Esta lista inclui o Lehman Brothers, o Bearn Stearns, o Merrill Lynch, o Washington Mutual, o Wachovia, o GMAC, o Countrywide, e o AIG. (...) Das 15 maiores instituições financeiras dos Estados Unidos antes da crise, somente nove permanecem como entidades independentes (GEITHNER, 2011).

O secretário Timothy Geithner mostra claramente aqui que ele ajudou o sistema financeiro dos EUA a navegar através da crise de tal maneira que seu *status* de líder global não fosse comprometido. As firmas “fracas” foram expurgadas, enquanto as fortes sobrevivem e tornam a indústria como um todo mais forte. O fato de ambas as listas de firmas *too big to fail* compiladas aqui incluírem várias instituições que já não existem não se enquadra com as observações de Geithner. As implicações de gerenciar um sistema financeiro no qual empresas *too big to fail* vão à falência cíclica e sistematicamente são diferentes das implicações de se gerenciar um sistema financeiro no qual as empresas *too big to fail* são as poucas e fortes empresas que sobreviveram e sobreviverão em um futuro indefinido. Na defesa de Geithner, suas opções regulatórias são limitadas pelo risco de fuga (o risco de fuga operacional para paraísos fiscais, se não a fuga da matriz). E a impressão dos megabancos como sobreviventes fortes não ocorre sem uma base empírica. Em 1997, 2001 e 2004, o valor de mercado das “seis grandes” firmas bancárias (os “quatro grandes” mencionados acima, mais o Goldman Sachs e Morgan Stanley) equivalia a 28% do valor de todas as empresas bancárias dos EUA classificadas pelas listas da *BusinessWeek* ou a “Global 1000” da *Fortune*. Em 2010, esta taxa subiu para 46%.

## 9 CONCLUSÃO

Este artigo examina criticamente a emergência da política bancária *too big to fail*: a extensão de garantias implícitas de seguro público para um pequeno grupo de grandes instituições financeiras. A política *too big to fail* evoluiu de uma ferramenta utilizada pelas autoridades governamentais para manter a estabilidade do mercado financeiro, para uma restrição imposta por complexos megabancos sobre as políticas financeiras e regulatórias. Reguladores e analistas em favor do *too big to fail* têm tentado traçar uma linha entre as versões mais restritas e as mais extensas desta política: de um lado, uma garantia que previne corridas bancárias e, do outro, um pré-compromisso de preservar algumas firmas financeiras como entidades operacionais, independentemente do estrago econômico que sua assunção de risco possa ter causado. Esta divisão, porém, é facilmente manipulada em um sistema político que coloca poucas restrições sobre as contribuições financeiras das instituições reguladas. Os beneficiários da proteção *too big to fail* expandida, mesmo em sua condição enfraquecida pós-crise, têm defendido que as reformas financeiras, visando o controle do risco sistêmico, vão impedir a retomada das atividades normais de tomada de empréstimo.

Essa mudança é problemática, porque este complexo, que foi caracterizado por Johnson e Kwak como “plutocrático”, não restaurou a funcionalidade do sistema financeiro dos EUA, mesmo se a administração de Barack Obama contava com ele para contribuir centralmente para a restauração de um crescimento econômico forte nos EUA. Eventos que se sucederam desde a crise do Bear Sterns, em maio de 2008, até o dia de hoje, podem ou não representar a “conspiração dos banqueiros” por quem Keynes, tão debochadamente, rezou; mas, para alguns, eles colocam nitidamente a questão de se o poder acumulado nas finanças agora ameaça tanto a estabilidade como a prosperidade globais.

Porém, existem outras alternativas: uma primeira seria descontinuar a política *too big to fail* e estruturar as relações financeiras e as atividades bancárias de tal forma que nenhuma das empresas participantes seja *too big to fail*; uma segunda seria reconstruir ao menos um subconjunto crítico destas atividades, utilizando um modelo de serviços públicos. Como mencionado anteriormente, um crescente número de economistas – até mesmo aqueles que um dia davam boas-vindas à desregulamentação financeira como porta de entrada para ganhos de eficiência – endossa agora limites que previnam que as empresas financeiras assumam riscos sistêmicos. A questão é: como colocar o gênio de volta na garrafa?

Isso porque a transformação do *too big to fail* foi acompanhada – e, de fato, encorajada, como se argumentou aqui – pela transformação bancária. Alguns economistas hoje argumentariam que se a falência de um banco *too big to fail* nos anos 1980 era factível, hoje a falência de um dos megabancos *too big to fail* geraria uma parada no sistema que prejudicaria seriamente todo o aparato de crédito.

Os “quatro grandes” megabancos dos EUA são hoje responsáveis por cerca de 50% do estoque de empréstimos do país. E desde a diminuição do volume real de empréstimos com a última crise, estes bancos são os principais responsáveis pela escassez de crédito. Estes dois fatos podem ser lidos de duas maneiras diferentes. Por um lado, eles podem sugerir que o poder dos megabancos lhes permite manter a economia como um todo refém de suas demandas por mais liberdade de ação. Por outro lado, eles podem sugerir que a habilidade destes bancos em emprestar está comprometida por um pesado custo regulatório que se coloca no caminho dos negócios e que, de qualquer modo, não se pode esperar que estes bancos emprestem até que seus prospectivos tomadores se sintam tranquilos pela restauração de uma política fiscal sustentável nos EUA. Existem economistas em ambos os lados destes pontos de vista opostos, mas o dinheiro do *lobby* dos bancos está somente de um lado.

### 9.1 *Too big to fail* em nações BRICS

Grande parte da história contada aqui é particular para as circunstâncias históricas dos EUA: a imensa quantidade de pequenas firmas bancárias; a competição instável entre os grandes bancos; e a imensa capacidade de emprestador de última instância dos EUA após a Segunda Grande Guerra. Não há possibilidade de China, Brasil, Índia ou África do Sul seguirem uma trajetória similar de desenvolvimento institucional. Não obstante, algumas comparações estruturais podem ser feitas, focando no caso do Brasil.

Primeiro, em relação aos quatro elementos necessários para a intervenção *too big to fail*, o Brasil já provou, no período contemporâneo, que tem capacidade de intervir rápido e de maneira efetiva para alcançar uma transição ordenada em uma instituição que esteja falindo. O caso em questão envolveu a aquisição do Unibanco pelo Itaú em novembro de 2008. Em termos da experiência dos EUA, esta intervenção foi muito mais próxima da resolução do Continental Illinois nos anos 1980 que aquelas de 2008-2009: no caso brasileiro, os pequenos depositantes e os acionistas foram poupados de perdas.

Segundo, podemos considerar a ligação entre as estratégias bancárias emergentes e o *too big to fail* no Brasil. Uma chave é que o poder geoeconômico da economia brasileira está crescendo rapidamente. A fusão Itaú/Unibanco foi uma das várias grandes transferências financeiras em anos recentes que foram realizadas sem desestabilizar o real. O que não foi testado é se estes investidores e especuladores, que têm acumulado ganhos durante a fase próspera do Brasil, acreditarão que o país tem capacidade de sobreviver – e implementar qualquer intervenção *too big to fail* que considere necessária – no próximo período de crise significativa. A questão sobre se os reguladores tratam qualquer grupo de instituições financeiras como *too big to fail* é complicada no Brasil, pois quatro dos maiores e mais sofisticados bancos são de propriedade parcialmente pública.

Isto os torna *too big to fail*. Então, já que a boa-fé e o nome de qualquer governo eleito dependerão de como este gerencia as instituições públicas em que são mantidas as poupanças de muitas famílias, todos os incentivos políticos clamam a prevenção de quaisquer riscos indevidos. Além disso, como estes bancos públicos competem frente a frente com os bancos privados do Brasil em muitos submercados, a única maneira de evitar uma explosão da assunção de risco no mercado bancário como um todo é impor limitações às instituições públicas e privadas de maneira imparcial (e conservadora). Existem riscos que derivam da “divulgação dos nomes” das instituições *too big to fail*. Contudo, isto é quase impossível evitar em uma economia com um pequeno grupo de grandes e sofisticados intermediários financeiros.

Os elementos da lista na seção 3 que podem causar alguma preocupação envolvem os desafios do “jogo de galinha” entre competidores e os desafios da interconectividade e transparência. O cenário “galinha” que recentemente surgiu no Brasil envolve o crescimento explosivo do crédito ao consumidor e a possibilidade de crescimento explosivo no crédito imobiliário. Existem vários paralelos entre a explosão do crédito ao consumidor no Brasil e o *boom* das hipotecas *subprime* nos EUA: em ambos os casos, grande parte dos empréstimos foi realizada por pequenas empresas que os transferiam para o mercado atacadista ou para empresas bancárias matrizes. Isto apresentou um cenário clássico de disseminação: cada competidor individual tem bons motivos para gerar mais crédito que será sustentável no agregado. Se as grandes empresas financeiras que registram estes compromissos em seus balanços e, simultaneamente, vendem os papéis também competem por participação no mercado sem considerar os possíveis problemas de disseminação, o perigo pode estar logo à frente.

Os desafios da interconectividade e transparência têm maior probabilidade de surgir em conjunção com os complexos e sofisticados mercados financeiros em rápido desenvolvimento que está emergindo em São Paulo. Empresas estrangeiras – incluindo alguns megabancos *too big to fail* dos EUA apresentados nesta história – estarão competindo por participação nos ganhos da expansão dos mercados acionários, de títulos, de opções e outros mercados. Empresas bancárias domésticas vão querer competir com eles. Sob a pressão competitiva e no contexto de mercados crescendo e se interligando rapidamente, a interconectividade e a opacidade das firmas provavelmente aumentará em saltos. Neste contexto, a linha entre a atividade bancária no atacado e no varejo (e a regulação bancária) será testada.

Um tema deste estudo tem sido a importância da interação entre os desenvolvimentos institucionais e os desafios nos mercados financeiros e os comentários dos analistas sobre estes acontecimentos. O formato da desregulamentação financeira foi determinado em grande medida, como foi visto, pelas visões cole-

tivas e individuais dos membros do Shadow Financial Regulatory Committee. Se o SFRC americano contribuiu para os problemas subsequentes sofridos pelos bancos nos EUA – por manter uma posição que indevidamente rejeitava a orientação governamental e os problemas da propagação na competição financeira –, as visões auto alimentadas de seus membros tornaram difícil a mudança de rumo.<sup>59</sup>

Dito isso, cinco SFRCs foram formados fora dos Estados Unidos: há um SFRC asiático, um australiano neo-zelandês, um europeu, um japonês e um latino-americano.<sup>60</sup> O Brasil é abençoado com economistas que conduzem estudos rigorosos da economia nacional a partir de diferentes pontos de vista metodológicos e teóricos. Contudo, assim também são os EUA. E uma advertência implícita que emerge deste artigo é que os economistas com visões da regulação governamental e das incompatibilidades entre informação e incentivos nos mercados financeiros não se envolveram totalmente em algumas das questões técnicas centrais no desenho da regulação até muito depois que uma crise havia se instalado – em parte em razão da ausência de um forte debate em um momento anterior. E no momento em que estes economistas não pré-comprometidos com as visões do SFRC entraram no debate, as substanciais contribuições monetárias do setor financeiro ao Congresso – e a contratação “porta-giratória” dos ex-reguladores – haviam acertado o jogo.

## REFERÊNCIAS

ACHARYA, V. V. A theory of systemic risk and design of prudential bank Regulation. **Journal of Financial Stability**, v. 5, p. 224-255, 2009.

ACHARYA, V. V. *et al.* **Regulating Wall Street: the Dodd-Frank Act and the new architecture of global finance**. New York: John Wiley & Sons, 2011. (Wiley Finance Series).

ACHARYA, V. V.; RICHARDSON, M. Causes of the financial crisis. **Critical Review**, v. 21, n. 2, 2009.

AVERY, R. B.; HANWECK, G. A.; KWAST, M. L. An analysis of risk-based deposit insurance for commercial banks. **Research Papers in Banking and Financial Economics**, Washington, n. 79, 1985.

BARTH, J. R.; BRUMBAUGH JUNIOR., R. D.; LITAN, R. E. **The future of American Banking**. New York: M.E. Sharpe, 1994.

BAUMOL, W. J.; PANZAR, J. C.; WILLIG, R. D. **Contestable markets and the theory of industry structure**. Fort Worth: Harcourt College Publishing, 1982.

---

59. Por isso a súbita mudança no pensamento do professor Kane é tão significativa.

60. O último inclui três membros brasileiros: Pedro Carvalho de Mello, Claudio Contador e Gustavo Franco.

BECKEL, M. **Lobbying push targeting federal regulatory agencies continues in Wall Street reform fight.** 1 June 2011. Disponível em: <<http://www.opensecrets.org/news/2011/06/lobbying-push-targeting-federal-reg.html>>.

BENNETT, R. A. Shaky loans and strategic errors at manufacturers, chase and chemical could jeopardize their independence. **The New York Times**, p. 118, 10 Apr. 1988.

BENSTON, G. J. *et al.* **Perspectives on safe and sound banking:** past, present and future. Cambridge: MIT Press, 1986.

BENSTON, G. J.; KAUFMAN, G. G. **Risk and solvency regulation of depository institutions:** past policies and current options. New York: University, Graduate School of Business Administration; Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, 1988. (Monograph Series in Finance and Economics, n. 1.988-1).

BRAITHWAITE, T.; GUERRERA, F. Financial regulation: a garden to tame. **The Financial Times**, 14 Nov. 2010.

BRAITHWAITE, T.; GUERRERA, F.; BAER, J. Financial regulation: a line is drawn. **The Financial Times**, 30 June 2010.

BRODER, J. M. Wells Fargo will take over 116 year old bank this week: Crocker nearly gone but not forgotten. **The Los Angeles Times**, 27 May 1986.

BUSER, S. A.; CHEN, A. H.; KANE, E. J. Federal Deposit Insurance, Regulatory Policy, and Optimal Bank Capital. **Journal of Finance**, v. 36, n. 1, p. 51-60, March 1981.

CARRINGTON, T. US won't let 11 biggest banks in nation fall. **Wall Street Journal**, 20 Sept. 1984.

CARRON, A. S. **The plight of the thrift institutions.** Washington: Brookings Institution Press, 1982.

\_\_\_\_\_. **The rescue of the thrift industry.** Washington: Brookings Institution Press, 1983.

CASSIDY, J. What good is Wall Street? **The New Yorker**, 29 Nov. 2010.

CENTER FOR RESPONSIVE POLITICS. **Banking on connections:** financial services sector has dispatched nearly 1,500 revolving door lobbyists since 2009. Washington: Center for Responsive Politics, 3 June 2010.

CHAN, S.; MCGINTY, J. C. Fed documents breadth of emergency measures. **The New York Times**, 1 Dec. 2010. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2010/12/02/business/economy/02fed.html>>.

CONOVER, C. T. Testimony. *In*: **Inquiry into the Continental Illinois Corporation and Continental Illinois National Bank.** US House of Representatives, 1984.



DEFERRARI, L. M.; PALMER, D. A. Supervision of large complex banking organizations. **Federal Reserve Bulletin**, p. 47-57, Feb. 2001.

DIXIT, A. K.; NALEBUFF, B. J. **Thinking Strategically**. New York: Norton, 1991.

DUFFIE, D. **How big banks fail and what to do about it**. Princeton: Princeton University Press, 2011.

DYMSKI, G. A. **The bank merger wave: the economic causes and social consequences of financial consolidation**. Armonk: M.E. Sharpe, 1999.

\_\_\_\_\_. From financial exploitation to global instability: two overlooked roots of the subprime crisis. *In*: KONINGS, M. (Ed.). **The great credit crash**. London: Verso Press, 2010. p. 72-102.

\_\_\_\_\_. Financial mergers and acquisitions: from regulation to strategic repositioning to geo-economics. *In*: FAULKNER, D.; TEERIKANGAS, S.; JOSEPH, R. (Eds.). **The Oxford handbook of mergers e acquisitions**. Oxford: Oxford University Press, 2011a.

\_\_\_\_\_. The International Debt Crisis. *In*: MICHIE, J. (Ed.). **Handbook of globalisation**. Northampton: Edward Elgar, 2011b.

EIA – ENERGY INFORMATION ADMINISTRATION. **Annual Energy Review 2005**. Washington: US Department of Energy, 2005. Disponível em: <<ftp://ftp.eia.doe.gov/other/perspectives05.pdf>>.

EISENBEIS, R. A.; HORVITZ, P. M. The role of forbearance and its costs in handling troubled and failed depository institutions. *In*: KAUFMAN, G. G.; ASPINWALL, R. C. (Eds.). **Reforming financial institutions in the United States**. Boston: Kluwer Academic Publishers, 1994. p. 49-68.

EISINGER, J. Misdirection in Goldman Sachs's housing short. **ProPublica**, 15 June 2011. Disponível em: <<http://www.propublica.org/thetrade/item/misdirection-in-goldman-sachss-housing-short/>>.

ENGEL, K. C.; MCCOY P. A. **The subprime virus: reckless credit, regulatory failure, and next steps**. New York: Oxford University Press, 2011.

FCIC – FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION. **The official transcript: first public hearing of the financial crisis inquiry commission**. Washington, 13 Jan. 2010. Disponível em: <[http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn\\_media/fcic-testimony/2010-0113-Transcript.pdf](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-testimony/2010-0113-Transcript.pdf)>.

FDIC – FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION. **Failures and assistance transactions**. Washington, [s.d.]. Disponível em: <<http://www2.fdic.gov/hsob/SelectRpt.asp?EntryTyp=30>>.

\_\_\_\_\_. **Managing the crisis: the FDIC and RTC experience**. Washington: FDIC, Dec. 1997. v. 1-2.

\_\_\_\_\_. **A brief history of deposit insurance in the United States.** Prepared for the International Conference on Deposit Insurance. Washington: FDIC, Sept. 1998.

FRENCH, K. R. *et al.* **The Squam Lake Report: fixing the financial system.** Princeton: Princeton University Press, 2010.

GEITHNER, T. **Remarks by treasury secretary Tim Geithner to the international monetary conference.** Atlanta: Georgia, 6 June 2011.

GLYN, A. *et al.* **The rise and fall of the golden age.** Helsinki: World Institute for Development Economics Research of the United Nations University. Apr. 1988. (Wider Working Papers, n. 43).

GOODHART, C. **The evolution of central banks.** Cambridge: MIT Press, 1988.

GOODHART, C. *et al.* **Financial regulation: why, how, and where now?** London: Routledge, 1998.

GREENSPAN, A. Banking evolution. **The Changing Financial Industry Structure and Regulation**, Chicago, p. 1-8, May 2000.

HANSELL, S. Market place: a bleak time for bank stocks, but Citicorp remains a top pick. **The New York Times**, p. D8, 24 Oct. 1994.

HARPER, C. Out of Lehman's ashes wall street gets most of what it wants. **Bloomberg News**, 28 Dec. 2010. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/news/2010-12-28/out-of-lehman-s-ashes-wall-street-gets-what-it-wants-as-government-obliges.html>>.

HAYES III, S. L.; SPENCE, A. M.; MARKS, D. V. P. **Competition in the investment banking industry.** Cambridge: Harvard University Press, 1983.

HILLS, T. D. The rise of Southern banking and the disparities among the States following the Southeastern regional banking compact. **North Carolina Banking Institute**, v. 11, p. 57-104, 2007.

IGAN, D.; MISHRA, P. Making Friends. **Finance and Development**, v. 48, n. 2, June 2011.

JOHNSON, S. The quiet coup. **The Atlantic Monthly**, May 2009. Disponível em: <<http://www.theatlantic.com/magazine/archive/2009/05/the-quiet-coup/7364/>>.

JOHNSON, S.; KWAK, J. **The 13 bankers.** New York: Pantheon, 2010.

KANE, E. J. **The gathering crisis in federal deposit insurance.** Cambridge: MIT Press, 1985.

\_\_\_\_\_. **The S&L Insurance Mess: How Did It Happen?** Washington: Urban Institute Press, 1989.

\_\_\_\_\_. Financial safety nets: reconstructing and modeling a policymaking metaphor. **Journal of International Trade and Development**, v. 10, n. 3, p. 237-273, 2001.

\_\_\_\_\_. **Regulation and supervision: an ethical perspective.** Cambridge: NBER, Mar. 2008. (NBER Working Paper, n. 13.895).

\_\_\_\_\_. Incentive roots of the securitization crisis and its early mismanagement. **Yale Journal on Regulation**, v. 26, p. 405-416, Summer 2009.

\_\_\_\_\_. The importance of monitoring and mitigating the safety-net consequences of regulation-induced innovation. **Review of Social Economy**, v. 68, n. 2, p. 145-61, 2010.

KAREKEN, J. H.; WALLACE, N. Deposit insurance and bank regulation: a partial-equilibrium exposition. **Journal of Business**, v. 51, n. 3, p. 413-438, 1978.

KAUFMAN, G. G. **The use of economic analysis and principles to affect public economic policy: the case of the shadow financial regulatory committee.** *In:* NATIONAL ASSOCIATION FOR BUSINESS ECONOMICS, 30 Sept. 2002, Washington, Loyola University Chicago, 2 Oct. 2002.

\_\_\_\_\_. **Too big to fail in us banking: quo vadis?** Chicago: Loyola University Chicago, 15 Jan. 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=386902> or doi:10.2139/ssrn.386902>.

\_\_\_\_\_. ; LITAN, R. E. **Assessing bank reform: FDICIA one year later.** Washington: Brookings Institution Press, 1993.

KEYNES, J. M. The consequences to the Banks of the Collapse of Money Values. *In:* KEYNES, J. M. **Essays in Persuasion.** London: Macmillan, 1931. Cap. 7.

KROSZNER, R. S.; SHILLER, R. J. **Reforming US financial markets: reflections before and beyond Dodd-Frank.** Cambridge: MIT Press, 2011.

LAWARE, J. **Testimony** – Economic implications of the “too big to fail” policy. *In:* ECONOMIC STABILIZATION OF COMMITTEE ON BANKING, FINANCE AND URBAN AFFAIR, 102., 9 May 1991.

LEWIS, M. **The big short.** New York: Norton, 2010.

LITAN, R. E. **What should banks do?** Washington: Brookings Institution Press, 1987.

\_\_\_\_\_. Reuniting investment and commercial banking. *In:* ENGLAND, C; HUERTAS, T. F. (Eds.). **The Financial services revolution,** Washington: The Cato Institute, 1988. p. 269-287.

LITAN, R. E.; ISAAC, W.; TAYLOR, W. Financial regulation. *In*: FELDSTEIN, M. (Ed.). **American economic policy in the 1980s**. Chicago: University of Chicago, 1994. p. 519-572.

MASTERS, B. *et al.* Dimon confronts Fed chief over banking regulations. **The Financial Times**, 7 June 2011.

MERTON, R. C. An analytic derivation of the cost of deposit insurance guarantees. **Journal of Banking and Finance**, v. 1, p. 3-11, 1977.

MOLYNEUX, P.; SCHAECK, K.; ZHOU, T. M. **Too-big-to-fail and its impact on safety net subsidies and systemic risk**. United States: CAREFIN, 30 July 2010. (Working Paper).

MORGAN, D. P.; STIROH, K. J. **Too big to fail after all these years**. New York: Federal Reserve Bank of New York, Sept. 2005. (Staff Report, n. 220).

MORGENSON, G.; STORY, L. In financial crisis, no prosecutions of top figures. SEIDMAN, L. W. **full faith and credit: The Great S&L Debacle and Other Washington Sagas**. New York: Times Books, 1993.

SFRC – SHADOW FINANCIAL REGULATORY COMMITTEE. **An open letter to president Clinton on financial reform**. Washington: American Enterprise Institute, 9 Dec. 1996. (Statement, nº 135).

SIDEL, R. ENRICH, D.; FITZPATRICK; D. WaMu is Seized, Sold off to J.P. Morgan, in Largest Failure in U.S. banking history. **Wall Street Journal**, p. A1, 26 Sept. 2008.

SILVA, T. T. **Think tanks e neocons norte-americanos no governo Bush: a arte de pensar o impensável no pós-11 de setembro**. 2006. 192 p. Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2006.

SKEEL, D. **The new financial deal: understanding the Dodd-Frank act and its (unintended) consequences**. New York: John Wiley and Sons, 2011.

SMAGHI, L. B. Europe cannot ignore its financial trilemma. **The Financial Times**, 21 June 2009.

SMITH, R. C.; WALTER, I. **Global banking**. 2nd. New York: Oxford University Press, 2003.

SNOOKS, G. D. **The global crisis makers**. London: Macmillan, 2000.

SORKIN, A. R. **Too big to fail**. New York: Viking, 2009.

STERN, G. H.; FELDMAN, R. J. **Too big to fail: the hazards of bank bailouts**. Washington: Brookings Institution Press, 2004.

STIGLER, G. J. The theory of economic regulation. **The Bell Journal of Economics and Management Science**, v. 2, n. 1, p. 3-21, Spring 1971.

STUDY GROUP ON DISCLOSURE. **Improving public disclosure in banking**. Washington: Federal Reserve System, Mar. 2000. (Staff Study, n. 173).

STUDY GROUP ON SUBORDINATED NOTES AND DEBENTURES. **Using subordinated debt as an instrument of market discipline**. Washington: Federal Reserve System, Dec. 1999. (Staff Study, n. 172).

THE ECONOMIST. **Bankers' hope**: Wall Street bankers trust announced plans to buy Alex Brown Inc. and part of Nippon Credit Bank. 12 Apr. 1997. (Brief Article).

THE FINANCIAL TIMES. **Politics and foreign policy**: Dimon confronts Fed chief over banking regulations. 7 June 2011. Disponível em: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e3f00cf4-912a-11e0-9668-00144feab49a.html#axzz1RkPuHnqz>>.

TOBIN, J. The case for preserving regulatory distinctions. *In*: RESTRUCTURING THE FINANCIAL SYSTEM. Ang. 1987, Jackson Hole. Proceedings... Kansas: Federal Reserve Bank of Kansas City, 1987. p. 167-83.

TODD, W.; O'DRISCOLL JUNIOR G. P. Deposit insurance reform is not enough. *In*: WHITE, L. H. (Ed.). **The crisis in American banking**. New York: New York University Press, 1993. p. 119-38.

US SENATE. Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse. Washington, DC. April 13, 2011.

WALTER, I. (Ed.). **Deregulating Wall Street**: commercial bank penetration of the corporate securities market. New York: Wiley Interscience; John Wiley and Sons, 1985.

\_\_\_\_\_. **Strategies in financial services, the shareholders, and the system**: is bigger and broader better? New York: New York University, 2003, p. 1-36. (Working Paper, n. 205).

WHITE, L. J. What do banks really do? **Contemporary Economic Policy**, v. 11, n. 4, p. 104-112, July 1992.

#### BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

BRYAN, D.; RAFFERTY, M. **Capitalism with derivatives**. London: Palgrave Macmillan, 2006.

CARBO-VALVERDE, S.; KANE, E. J.; RODRIGUEZ-FERNANDEZ, F. **Safety-net benefits conferred on difficult-to-fail-and-unwind banks in the US and EU before and during the Great Recession**. Cambridge: NBER, Feb. 2011. (Working Paper, n. 16.787).

GREENSPAN, A. The federal safety net. **The Financial Safety Net**, Chicago, p. 1-8, May 2001.

HAVRILESKY, T. An empirical analysis of public choice aspects of the savings and loan disaster. *In*: WHITE, L. H. (Ed.). **The crisis in American banking**. 1993. p. 55-80.

KANE, E. J. What policymakers in other countries should have learned from the S&L Mess. **Business Economics**, p. 21-31, Jan. 2003.

KAUFMAN, G. G. Purpose and operation of the shadow financial regulatory committee. *In*: \_\_\_\_\_. (Ed.). **Restructuring the American financial system**. Boston: Kluwer Academic Publishers, 1990. p. 1-8.

RITHOLTZ, B. **Bailout Nation**: how greed and easy money corrupted wall street and shook the world economy. New York: John Wiley and Sons, 2009.

SINN, H. W. **Casino capitalism**. New York: Oxford University Press, 2010.

TALEB, N. N.; TAPIERO, C. S. **Too big to fail, hidden risks, and the fallacy of large institutions**. New York: Center for Risk Engineering; University Polytechnic Institute. 2 May 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1398102>>.

THE NEW YORK TIMES. **S & P lowers ratings of major banks' debt**. p. D9, 17 Jan. 1984.

WHITE, L. J. Why is the US banking industry in trouble? Business cycles, loan losses, and deposit insurance. *In*: WHITE, L. H. (Ed.). **The crisis in American banking**. New York: New York University Press, 1993a. p. 7-28.

\_\_\_\_\_. (Ed.). **The crisis in American banking**. New York: New York University Press, 1993b.

## O FINANCIAMENTO HABITACIONAL NO REGIME *FINANCE-LED*: ESPECIFICIDADES INSTITUCIONAIS DOS EUA E DA FRANÇA\*

Rafael Fagundes Cagnin\*\*

### 1 INTRODUÇÃO: A EMERGÊNCIA DO REGIME *FINANCE-LED*, O ENDIVIDAMENTO E A FINANCEIRIZAÇÃO DO PATRIMÔNIO DAS FAMÍLIAS

Entre os anos 1970 e 1980, os países desenvolvidos passaram por profundas transformações institucionais, que tiveram consequências importantes sobre seu dinamismo econômico: o regime de crescimento econômico<sup>1</sup> fordista, que vigorou no pós-guerra, foi substituído por novo regime, conhecido como regime patrimonial<sup>2</sup> ou *finance-led*.<sup>3</sup> O regime fordista estava baseado nos ganhos progressivos de produtividade que eram, então, sociabilizados por meio da elevação dos salários reais. Uma regulamentação rígida dos sistemas financeiros e a coordenação das relações internacionais sob o Acordo de Bretton Woods garantiam certa efetividade às intervenções do Estado na economia, de maneira a suavizar os ciclos econômicos. No novo regime, o impulso ao crescimento econômico é proveniente dos ciclos de preço de ativos financeiros e imobiliários, que influenciam as decisões de consumo e investimento dos agentes econômicos. Este regime *finance-led* de crescimento está alicerçado sobre determinada estrutura institucional, que pode ser sintetizada, *grasso modo*, da seguinte maneira:

---

\* Trabalho realizado com informações disponíveis até 20 de julho de 2011. O autor agradece os comentários de Marcos Antonio M. Cintra, isentando-o de possíveis erros e omissões.

\*\* Economista, mestre em Teoria Econômica na Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP) e doutorando em Economia na Universidade Paris 13 (França).

1. Regime de crescimento é definido pela teoria regulacionista como a combinação de determinado regime de acumulação a um modo de regulação. Este tipo de regime remete à configuração institucional sob a qual o processo de acumulação de capital pode se dar de maneira relativamente coerente – isto é, de maneira a equacionar os conflitos e os desequilíbrios que este produz. O formato de cinco domínios institucionais vai, então, estabelecer as características da acumulação de capital em cada período histórico: as relações internacionais, as intervenções do Estado na economia, a organização dos sistemas financeiro e monetário, as formas de concorrência e as relações capital-trabalho. Já o modo de regulação expressa a interiorização, parcial e imperfeita, pelos agentes econômicos da lógica da acumulação sob certo regime. Funciona, dessa maneira, como elemento intermediário e conectivo entre as decisões individuais e o conjunto de formas institucionais, condicionando os mecanismos de ajustamento dos mercados. Sobre os conceitos de base da teoria regulacionista, ver Aglietta (1997), Boyer (1986) e Boyer e Saillard (2002).

2. Segundo Boyer (2000, p. 120, tradução nossa), “esse sistema pode ser descrito como *equity based* (patrimonial), porque a riqueza, medida pelos mercados financeiros, tende a tornar-se uma influência importante sobre o consumo de bens duráveis e também sobre a compra de residências e o endividamento junto aos bancos”

3. Para discussão detalhada sobre o regime patrimonial ou *finance-led*, ver, por exemplo, Aglietta (1997 e 2004) e Boyer (2000, 2004 e 2009).

- 1) Os sistemas financeiros, anteriormente segmentados e sujeitos a controles quantitativos sobre taxas de juros e volumes de créditos, deram lugar a sistemas liberalizados sob o imperativo de forte concorrência. O processo de desregulamentação e liberalização financeira deu-se em duas frentes: em âmbito doméstico, este consistiu na redução, por vezes na extinção, de mecanismos regulamentares de alocação do crédito; em âmbito externo, significou o fim dos controles sobre os mercados cambiais, permitindo a mobilidade internacional de capitais. Em paralelo, houve o surgimento de novos agentes financeiros, os investidores institucionais. Nos países em que o setor de fundos mais se desenvolveu, os mercados de títulos de dívida ampliaram-se e diversificaram-se, passando a constituir forma importante de financiamento das economias, em detrimento do crédito bancário tradicional.
- 2) As organizações trabalhistas foram enfraquecidas pela desaceleração econômica e pela elevação das taxas de desemprego, resultantes da crise do regime fordista e, posteriormente, pelas implicações das novas formas de organização do trabalho possibilitadas pelo avanço das tecnologias da informação (TIs).<sup>4</sup> Assim, concomitante à adoção de políticas de reciclagem dos trabalhadores, de forma que eles obtivessem as novas competências e qualificações exigidas pelas empresas, constatou-se a expansão de contratos de trabalhos atípicos a partir da década de 1980. São assim considerados em comparação com os contratos de trabalho do fordismo (contratos por tempo indeterminado, a tempo pleno, associados à cobertura social completa). Os sindicatos aceitaram estas novas formas de contratação sob pressão tanto das empresas, em sua busca por maior flexibilidade, como da parcela da população desempregada, que via nestes novos contratos um meio de retornar ao mercado de trabalho. Na nova configuração da relação trabalhista, é a preocupação com o emprego que vem em primeiro plano, ofuscando a defesa por elevações salariais. Assim, a participação dos salários no valor adicionado ou manteve-se constante ou reduziu-se levemente nas principais economias desenvolvidas a partir da década de 1980. As novas formas de contrato desencadearam processo de precarização do emprego de partes crescentes da sociedade. Em outros termos, o trabalhador contratado sob estas formas alternativas de emprego goza de estabilidade menor que aquela verificada sob o regime fordista, em função da maior

---

4. Destacam-se, ainda, consequências negativas em relação à solidariedade entre os trabalhadores. O enrugamento do quadro de gestores e a relativização da estrutura hierárquica das empresas não implicaram, necessariamente, redução do controle sobre os trabalhadores; ao contrário, incitaram o desenvolvimento de mecanismos apoiados no autocontrole dos trabalhadores (Clévenot, 2006, p. 99).



facilidade (menor custo) em que pode ser dispensado e de maior restrição ao acesso à seguridade social (Previdência Social, seguro desemprego, seguro saúde etc.).

- 3) A gestão das empresas (*corporate governance*) foi alterada à medida que os mercados de títulos (obrigações e ações) ganharam importância como fonte de financiamento e avaliação das empresas. Os participantes destes mercados, especialmente os investidores institucionais, impuseram regras de gestão que visavam à maximização dos valores acionários e ao alinhamento dos interesses dos administradores das empresas às expectativas dos acionistas. A empresa é considerada por estes últimos como ativo, cujo valor cotado nas bolsas deve ser maximizado. Aos acionistas, interessa não apenas o fluxo de dividendos, mas, sobretudo, a valorização bursátil de seus títulos.<sup>5</sup> As estratégias adotadas com este objetivo contaram com operações de fusões e aquisições (F&A), especialização no *core business* e recurso sistemático à recompra de ações e à reengenharia das cadeias produtivas – isto é, a externalização de etapas do processo produtivo que podem ser realizadas por outras empresas de maneira mais eficiente. Esta externalização pôde ser feita em âmbito global, com a transferência de unidades produtivas para países asiáticos – em especial, para a China –, graças às liberdades comercial e financeira que caracterizam a inserção internacional da maior parte dos países sob regime patrimonial (MILBERG, 2008).
- 4) No que diz respeito às formas de intervenção do Estado, as diretrizes liberais ganham projeção em detrimento da concepção keynesiana, que prevaleceu no período fordista. Ainda que grau elevado de diversidade entre os países seja verificado, presenciou-se relativa retração das intervenções estatais na economia (privatização de empresas públicas, quebras de monopólios públicos, mercantilização dos serviços sociais, desregulações de setores importantes etc.). Do ponto de vista das intervenções de caráter conjuntural, o ideário liberal receitava a adoção de arranjo de políticas macroeconômicas restritivas. A contenção dos gastos públicos colaboraria com o estabelecimento de trajetória sustentável da dívida pública, ao mesmo tempo em que, aliada a uma política monetária de juros elevados, ajudaria na redução da absorção doméstica e, conseqüentemente, no equilíbrio das contas externas. A adoção da política monetária restritiva era vista também como o principal instrumento

---

5. Sob a expansão de regime previdenciário individual por capitalização, é certo apenas o valor da contribuição a ser paga periodicamente pelo cotista, o valor do benefício futuro é incerto e depende da valorização do conjunto de ativos sob administração do fundo. Dessa maneira, os cotistas tendem a defender e privilegiar as estratégias que resultem na maximização de suas cotas.

de combate à inflação e incentivo à formação de poupança. Sob o regime *finance-led*, a condução da política monetária assume papel central, uma vez que vai condicionar o nível da taxa de juros, elemento essencial para a avaliação dos ativos financeiros e reais. Em contrapartida, em face da internacionalização comercial e financeira das economias nacionais, os Estados viram reduzida sua capacidade de intervenção nos mercados de câmbio. A taxa de câmbio passou, então, a ser definida pela interação dos agentes privados nos mercados financeiros. A própria taxa de câmbio transformou-se, assim, em ativo financeiro com a ampliação dos volumes transacionados nos mercados de câmbio à vista e o desenvolvimento dos mercados derivativos.

- 5) A economia internacional caracteriza-se pela globalização financeira, sob a qual existe forte assimetria entre os países. Os Estados Unidos gozam de maior autonomia em função da centralidade de sua moeda para o sistema financeiro internacional. Os desequilíbrios de balanço de pagamentos não funcionam, a princípio, como restrição ao crescimento da economia americana, uma vez que os pagamentos são realizados em moeda nacional. A política monetária permanece livre, assim, para a perseguição de objetivos domésticos. O financiamento da dívida pública, por sua vez, é garantido pelo fato de que os títulos do Tesouro americano consistem nos ativos financeiros menos arriscados e de maior liquidez do sistema financeiro internacional. Os demais países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), ainda que possuam moedas importantes no sistema financeiro internacional, incorrem em restrições maiores de política econômica que os Estados Unidos.

Esses cinco elementos do arranjo institucional que caracteriza as economias desenvolvidas na atualidade se desenvolveram, entretanto, em graus distintos em cada país, segundo as especificidades nacionais.<sup>6</sup> Os Estados Unidos aparecem geralmente como o caso mais emblemático, no qual o surgimento deste arranjo se mostrou capaz de restabelecer trajetória de crescimento econômico, que havia sido interrompida com a crise do regime fordista. O Japão e os países da Europa Ocidental,<sup>7</sup> ao contrário, apesar de terem sofrido transformações institucionais importantes, não apresentaram o mesmo desempenho econômico que os Estados Unidos.<sup>8</sup>

---

6. Para discussão a respeito da diversidade institucional das economias capitalistas, ver, por exemplo, Albert (1991), Amable (2005), Amable e Petit (2002), Amable, Barre e Boyer (1997), Boyer (2002) e Hall e Soskice (2001).

7. A exceção cabe ao Reino Unido.

8. Como salienta Amable (2005), essas transformações, que atingiram mais fortemente os sistemas financeiros nacionais, o mercado de trabalho e o Estado de bem-estar social, romperam complementaridades importantes do modelo institucional da Europa Continental, prejudicando mais do que favorecendo a retomada do crescimento econômico.

Entre os países da Europa Continental, a França talvez tenha sido aquele que mais sofreu transformações institucionais na passagem de um regime de crescimento para outro (AMABLE, 2005). Vale lembrar o papel fundamental do Estado na operação destas transformações. De modo diferente de outros países, como os Estados Unidos, na França, o processo de transformação institucional foi liderado pelo Estado, cujos governos buscavam reativar sua economia por meio da criação de novas instituições ou da reforma das já existentes, de maneira a fazer convergir sua estrutura institucional para aquela dos Estados Unidos – visto como o exemplo a ser seguido.<sup>9</sup>

Um dos vetores importantes do processo de transformação institucional na França e, assim, do estabelecimento do regime de crescimento *finance-led* nesse país foi a liberdade dos fluxos de capitais concedida pelo processo de integração da Europa. Como observou Amable (2005), a liberdade do comércio de bens entre os países da União Europeia (UE) não representava nenhum elemento novo, já que existia, desde o período fordista, processo contínuo de ampliação da liberdade comercial. A novidade diz respeito exatamente à integração financeira e monetária,<sup>10</sup> cujos acordos levaram, na França, à desregulamentação do crédito em 1987, ao fim do controle sobre a taxa de câmbio em 1989 e à redução progressiva da parte das operações de crédito sujeitas a taxas de juros administradas a partir de 1985. A constituição de mercado de capitais integrado deu-se também em meados da década de 1980, abrindo, para agentes financeiros e não financeiros, nacionais e estrangeiros, o acesso aos mercados organizados de obrigações, ações e derivativos e aos mercados de balcão (PLIHON, 2006).

Outro elemento importante foi o processo de privatização iniciado em 1986, que contou ainda com duas outras etapas, uma em 1993 e outra em 1997,<sup>11</sup> quando a estrutura de propriedade das empresas francesas foi aberta ao capital estrangeiro –

---

9. Amable, Barre e Boyer (1997) e Amable (2005) estabelecem tipologia a respeito da variedade institucional do capitalismo. Segundo esta análise, Estados Unidos e França pertencem a tipos diferentes de capitalismo, que refletem lógicas institucionais distintas. Os países anglo-saxões, como os Estados Unidos e o Reino Unido, pertencem a um capitalismo de mercado em que o sistema de preços definidos pelo mercado desempenha o papel do principal mecanismo de coordenação. A França, assim como outros países da Europa Continental, pertence a um capitalismo de forte impulsão estatal, caracterizado por importante intervenção do Estado nas esferas econômicas e sociais (crédito, inovação, produção, mercado de trabalho etc.).

10. Das quatro "liberdades" previstas pelo Ato Único Europeu (liberdade de circulação dos homens, dos produtos, dos serviços e dos capitais), assinado em 1986 e implementado a partir de 1990, verificou-se de fato que a liberdade da circulação dos capitais – justamente a que menos havia avançado desde o Tratado de Roma (1957) – se constituía no objetivo primeiro. Em 1999, a Comissão Europeia avançava, com o Financial Services Action Plan, na harmonização das regras vigentes nos mercados financeiros nacionais com o objetivo de criar um sistema financeiro europeu unificado. As iniciativas da UE em relação à unificação e à liberalização financeira sofreram pressões importantes por parte dos Estados Unidos de maneira a garantir o acesso de agentes financeiros americanos ao mercado europeu.

11. Se, em meados da década de 1980, foram entregues novamente à iniciativa privada os grupos bancários e, principalmente, as empresas nacionalizadas no início da década, durante o governo de François Mitterrand; em 1993, foi a vez das empresas nacionalizadas após a Segunda Guerra Mundial e as companhias de seguros, seguidas, em 1997, pelas empresas de serviços públicos, como France Telecom, Air France etc. Estratégias diferentes caracterizaram o processo em duas etapas. A privatização dos anos 1980 era acompanhada da preocupação em manter as empresas sob controle francês, o que foi feito recorrendo a participações cruzadas, os chamados *noyaux durs* (núcleos duros). Nos anos 1990, contudo, o recurso aos investidores institucionais estrangeiros substituiu o esquema de participações cruzadas.

principalmente, americanos e ingleses —<sup>12</sup> e os princípios de *corporate governance* foram difundidos no país.<sup>13</sup>

Um dos principais elementos do novo regime de crescimento tem sido a transformação da estrutura patrimonial das famílias; em outras palavras, a elevação de seu endividamento e a ampliação da parcela de títulos financeiros nos seus ativos totais (AGLIETTA, 2006; 2004; BELLUZZO e COUTINHO, 1996; CINTRA e CAGNIN, 2007b; GUTTMANN e PLIHON, 2008).

Assim como as empresas, parte crescente da riqueza das famílias passou a ser constituída por ativos financeiros. Entre estes, destacam-se as ações e as cotas de fundos, mútuos ou de previdência. A taxa de financeirização do patrimônio das famílias, definida como a proporção dos ativos financeiros em relação a seus ativos totais (ativos financeiros mais ativos reais), elevou-se na maioria das economias desenvolvidas. Apesar deste movimento, a comparação das taxas de financeirização dos países e, principalmente, da posse de ações demonstra a persistência de diferenças institucionais importantes. A maior proporção de ações nos ativos financeiros nos Estados Unidos em relação aos demais países é explicada, por exemplo, pelo desenvolvimento de mecanismos de aplicações diretas nos mercados acionários pelas famílias americanas. Na Europa, os investidores institucionais geralmente intermedeiam este tipo de aplicação. No caso da França, o baixo desenvolvimento da previdência complementar favoreceu a expansão das *société d'investissement à capital variable* (SICAVs), cujas cotas são tratadas como ações; disto decorre a elevada participação das ações nos ativos financeiros das famílias francesas (AGLIETTA, 2004) (tabela 1).

TABELA 1  
**Ativos financeiros no patrimônio das famílias**  
(Em % da renda disponível)

	1986-1989	1990-1992	1993-1996	1997-1998	1999-2000
Estados Unidos					
Taxa de financeirização	61,1	63,0	65,8	69,0	69,2
Participação das ações nos ativos financeiros	15,6	18,5	23,8	32,8	35,4
Japão					
Taxa de financeirização	36,6	37,4	46,3	49,8	52,8
Participação das ações nos ativos financeiros	20,0	14,8	10,3	7,0	9,3

(Continua)

12. Assim, no final da década de 1990, a França aparece como o país com maior participação de estrangeiros na estrutura de capital das empresas, cerca de 36%, em comparação com Estados Unidos (7%), Alemanha (12%) e Reino Unido (28%).

13. Para aprofundamento sobre as transformações institucionais na França e o surgimento do regime patrimonial nesse país, ver Boyer (1995), Plihon (2004) e Coriat (2002; 2008).

(Continuação)

	1986-1989	1990-1992	1993-1996	1997-1998	1999-2000
Alemanha					
Taxa de financeirização	-	34,4	39,5	42,2	44,2
Participação das ações nos ativos financeiros	-	14,6	17,9	20,8	26,8
França					
Taxa de financeirização	41,7	44,6	45,7	50,8	52,3
Participação das ações nos ativos financeiros	38,6	42,3	38,7	39,3	44,7
Reino Unido					
Taxa de financeirização	44,1	47,7	57,3	59,3	58,4
Participação das ações nos ativos financeiros	14,5	17,6	18,6	20,5	24,2

Fonte: OCDE *apud* Aglietta (2004).

Obs.: Taxa de financeirização = ativos financeiros/ativos financeiros mais ativos reais.

Essa transformação no ativo das famílias foi condicionada, sobretudo, pelo processo de institucionalização da poupança. Segundo Aglietta:

A desregulamentação das finanças abriu novas perspectivas para a poupança, que saiu de seus refúgios tradicionais, nos bancos e nas cadernetas de poupança, rumo a mercados de títulos e aquisições imobiliárias. Esse redirecionamento foi canalizado pelos investidores institucionais (companhias de seguros e fundos de pensão) que foram forçados pela concorrência a realizar administrações mais dinâmicas das carteiras que lhes eram confiadas. Ele também foi acelerado por novos intermediários do mercado, fundos de participações e negociadores de títulos de todos os tipos. A atração das famílias foi garantida pelas esperanças de ganhos de capital suscitados pelos mercados abertos, desregulamentados e vitaminados por incentivos fiscais (2004, p. 25).

Uma das consequências desse processo consistiu na influência da valorização/desvalorização dos ativos sobre as decisões de consumo das famílias. Um aumento da riqueza das famílias, desencadeado pela valorização de seus ativos financeiros ou imobiliários, pode levar a relação entre a riqueza e sua renda ( $W/Y$ ) a um valor acima do desejado, incitando, assim, redução da taxa de poupança e, conseqüentemente, ampliação do seu consumo. Ao lado deste efeito riqueza, também pode ser verificado efeito liquidez. Este último diz respeito ao fato de que o fortalecimento do patrimônio das famílias viabiliza maior capacidade de endividamento, sobretudo no caso dos contratos de crédito em que existe garantia real. A existência desta garantia faz com o credor relativize o peso da renda do tomador na análise de risco em favor da avaliação da tendência de valorização do ativo dado como garantia. Dessa maneira, as famílias podem transformar em poder de compra presente a valorização de seus ativos sem que, com isto, sejam obrigadas a desfazerem-se destes, o que, por sua vez, não deixa de ter impacto favorável na manutenção

da trajetória dos preços nos mercados de ativos. Como observa André (2010), estes dois efeitos aparecem geralmente na literatura econômica fundidos em concepção *lato sensu* de “efeito riqueza”.

O recurso crescente ao endividamento tem sido justamente outra marca importante no comportamento das famílias sob o regime *finance-led*. Como defendem Guttman e Plihon (2008), a elevação da dívida das famílias guarda relação estreita com a evolução monótona da participação dos salários na renda, resultado da nova configuração das relações salariais (DUMÉNIL e LÉVY, 2004). A compatibilidade entre a expansão da capacidade produtiva e a evolução da demanda, que no regime fordista era assegurada por compromisso capital-trabalho que possibilitava a elevação dos salários, recai no regime *finance-led*, em primeiro lugar, sobre a intensificação do trabalho (elevação do número de horas de trabalho e do número de indivíduos exercendo atividade remunerada por família) e, em segundo lugar, sobre a capacidade de endividamento das famílias. Uma terceira forma de garantir esta compatibilidade é expandir as exportações, o que obviamente não pode ser feito por todos os países, uma vez que os superávits de uns consistem nos déficits de outros.

Ainda que o crescimento da dívida das famílias possa ser verificado em quase todos os países desenvolvidos, é nos Estados Unidos que este tem se mostrado mais intenso (tabela 2). Além da perda de participação do salário na renda nacional, os Estados Unidos testemunharam importante processo de concentração de renda no interior da classe de trabalhadores (TEIXEIRA, 2010). Entre 1973 e 2000, os trabalhadores pertencentes ao grupo dos 20% mais pobres tiveram aumento de renda real acumulado de 11,2%, enquanto os 20% mais ricos obtiveram elevação de 65,5% em sua renda. Este processo foi influenciado pela redução progressiva da carga tributária das camadas sociais mais ricas (WOLFF, 2010) e pela polarização do mercado de trabalho, cuja criação de empregos se concentrou em setores de ponta (especialmente nos setores de serviços financeiros e, depois dos anos 1990, no setor de tecnologia da informação) e nos setores de baixa qualificação profissional, como serviços pessoais e comércio varejista (CROTTY, 2000; MOHUN, 2010).

Algumas hipóteses podem ser levantadas para explicar a importância desse movimento nos Estados Unidos, como fatores ideológico-culturais a favor da tolerância do recurso ao endividamento como forma de alavancar a riqueza pessoal e o consumo de bens associados a um *status* social mais elevado e contra a socialização do acesso a determinados serviços públicos. Privilegia-se, assim, o recurso a hipotecas como meio de acesso à moradia, o crédito estudantil como acesso à educação superior e o financiamento automotivo como acesso a meios de transporte (GUTTMANN e PLIHON, 2008).

TABELA 2  
**Endividamento das famílias em alguns países da OCDE**  
 (Em % do PIB)<sup>1</sup>

	Alemanha	Espanha	França	Itália	Reino Unido	Estados Unidos
1980	-	-	-	-	-	50,07
1995	61,55	31,48	35,38	18,17	65,68	65,29
2000	72,77	46,22	36,23	22,31	69,02	70,21
2005	69,34	71,91	43,94	34,80	92,92	92,91

Fonte: Banco de Dados Estatísticos da Comissão Europeia (EUROSTAT), Federal Reserve Board - *Flow of Funds Accounts*, e Bureau of Economic Accounts of U.S. Department of Commerce.

Nota: <sup>1</sup>PIB = produto interno bruto.

Esses fatores se associam à nova configuração das finanças. A desregulamentação financeira e a consequente ampliação da concorrência entre os agentes financeiros fizeram das inovações financeiras o principal instrumento da disputa de mercado. Os novos contratos possibilitaram que os credores acomodassem o perfil da oferta de crédito aos diferentes riscos dos tomadores condicionados pelo novo regime de crescimento (maior risco de perda de emprego, evolução dos salários, taxas de juros reais positivas, cobertura mais restrita do Estado de bem-estar social etc.). Ademais, o crédito às famílias assumiu papel central nas estratégias de defesa da lucratividade e de ampliação das carteiras dos bancos comerciais, cuja participação em outros segmentos, como no financiamento de médias e grandes empresas, foi ameaçada pelo surgimento de novos agentes e mecanismos de financiamento (ações, bônus, *commercial papers* etc.).

Um dos desdobramentos desse endividamento crescente das famílias foi o desenvolvimento de instrumentos legais capazes de gerir o número cada vez maior de casos de insolvência, ajudando a prevenir ou a amenizar possíveis conflitos sociais decorrentes. Estes instrumentos consistem em procedimentos de prevenção dos casos de superendividamento e em regulamentação que prevê a declaração de falência de pessoas físicas (*consumer/personal bankruptcy*). Nos Estados Unidos, a aprovação do Bankruptcy Reform Act, em 1978, alterou a antiga legislação sobre falências (Bankruptcy Act de 1898, também conhecido como Nelson Act), prevendo duas modalidades de tratamento da falência de pessoas físicas, nos capítulos 7 e 13 (criado em 1938 pela emenda Chandler Act). Enquanto o capítulo 7 possibilita ao devedor livrar-se completamente da dívida ao transferir ao credor a propriedade do ativo usado como garantia do crédito, o capítulo 13 prevê a renegociação da dívida e a manutenção da propriedade pelo devedor dos ativos oferecidos como garantia.

Na Europa, as pessoas físicas não estavam previstas nas leis de falência até meados da década de 1980. Na maioria dos casos, a alteração na legislação falimentar dos países europeus foi influenciada pela elevação da

inadimplência que acompanhou a forte expansão do crédito condicionada pelo processo de liberalização financeira. Um dos primeiros países a alterar seu marco regulatório de falências foi a Dinamarca, com uma emenda em 1984 (Konkurslov), seguida pelos demais países escandinavos. Em 1989, por meio da Lei Neierz, o governo da França tomou as primeiras medidas para prevenir e regular o superendividamento das famílias francesas. Iniciativa semelhante já havia sido tomada no Reino Unido (Insolvency Act e Insolvency Rules) em 1986. Alemanha (Insolvenzordnung) e Espanha (Ley 22, de 9 de julho de 2003, Concursal), atrasadas neste movimento, só vieram a estabelecer seu quadro regulatório em 1999 e 2003, respectivamente (NIEMI-KIELSILÄINEN, 1999; GERHARDT, 2009).

Apesar da disseminação desse tipo de legislação, os dois lados do Atlântico guardam diferenças importantes tanto no que diz respeito às concepções subjacentes quanto aos procedimentos previstos. Os regimes europeus privilegiam, em geral, o acompanhamento e a prevenção do superendividamento, cujas causas são vistas como problema social – isto é, a ocorrência de fatos imprevisíveis (desemprego, divórcio, doenças ou falecimento de membros familiares) que forcem os indivíduos de boa-fé à inadimplência e à moratória. O regime americano, por sua vez, tenta tratar a questão por meio da decretação da falência do indivíduo. O recurso à falência tende a funcionar como mecanismo de correção de falhas do mercado de crédito. Em face de eventos imprevisíveis, os riscos devem ser assumidos pela parte melhor posicionada para geri-los e absorvê-los: os credores, cujas informações e capacidade de diversificação de riscos são superiores às dos tomadores de crédito. Desta concepção deriva, então, a redução da carga moral referente à decretação de falência<sup>14</sup> e o amplo acesso ao recurso. Outro aspecto central na lógica do regime americano é a capacidade de redução da dívida (*discharge*) quase que automaticamente por meio do capítulo 7.<sup>15</sup> Este aspecto se apoia na ideia de “segunda chance” como direito do tomador americano em bancarrota. O amplo acesso ao direito de “*fresh start*” confere relativa flexibilidade na gestão do endividamento das famílias, guardando relações de complementaridade com o mercado de trabalho flexível dos Estados Unidos e amenizando os efeitos perversos de um sistema financeiro liberalizado em que a elevada concorrência condiciona estratégias agressivas de oferta de crédito.

14. Segundo Ramsay (2007, p. 256, nota 83, tradução nossa), “historicamente, a lei de falência em países sob regime de direito comum, à exceção dos Estados Unidos, faz uso de sanções constrangedoras como método de defesa da moralidade comercial. A lei americana descartou deliberadamente muitas dessas sanções no Bankruptcy Reform Act de 1978, rejeitando a moralização da falência do consumidor endividado. (...) Por exemplo, o termo devedor foi substituído por falência/concordata no Bankruptcy Reform Act de 1978”.

15. O Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act (BAPCPA) de 2005 impôs certas restrições ao recurso ao capítulo 7, desencadeando relativa ampliação do número de casos de insolvência entre 2004 e 2005 e antecedendo forte queda entre 2005 e 2006, bem abaixo do patamar verificado entre 2000 e 2004 (GERHARDT, 2009).



Na Europa, apesar de diferenças importantes entre os países, pode se verificar acesso restrito à declaração da falência pessoal e a ausência de mecanismos de rápido *discharge* semelhantes ao capítulo 7 nos Estados Unidos. Há insistência sobre a comprovação da boa-fé do devedor incapaz de honrar suas dívidas, sem a qual não é possível recorrer aos mecanismos de renegociação previstos em lei.<sup>16</sup> Este aspecto, segundo Ramsay (2007), expressa a persistência de valores sociais que recriminam o recurso frequente ao endividamento como meio de acesso a bens e serviços.<sup>17</sup> Assim, os regimes de falência europeus garantem antes *earned start* do que *fresh start*. Em geral, comissões<sup>18</sup> compostas por funcionários públicos, representantes dos credores e de organizações de proteção dos consumidores e, em muitos casos, agentes sociais reestruturam as dívidas dos indivíduos em falência em planos que raramente contam com a redução do montante devido. Por exemplo, qualquer instrumento legal que prevísse *discharge* das dívidas inexistia na França até 2004, quando foi aprovada a Lei Barloot, também conhecida como *Loi de la Seconde Chance* ou do *Rétablissement Personnel*. Nos demais países, alguma redução da dívida somente se verificava em caso de recorrentes insucessos no cumprimento dos planos de reestruturação da dívida.<sup>19</sup>

Sejam quais forem as características que os regimes de falência pessoal assumem em cada país, o desenvolvimento de procedimentos legais para tratar da questão reflete a importância do avanço do endividamento das famílias. Dessa maneira, como defende Niemi-Kiesiläinen (1999), tais procedimentos podem ser vistos como parte do Estado de bem-estar social, uma vez que buscam evitar, por um lado, que as famílias incorram em esforço insuportável para o pagamento de suas dívidas e, por outro, que estas sejam excluídas do mercado de crédito.

Esse capítulo analisa as configurações do mecanismo autorreforçante entre a valorização dos ativos imobiliários, a expansão do crédito e as decisões de consumo das famílias que desempenharam papel importante no dinamismo econômico não apenas dos Estados Unidos, mas também de muitos países europeus em graus variados (Reino Unido, Irlanda, Espanha, França etc.). Buscou-se associar o

---

16. Carruthers e Halliday (1998, tradução nossa) argumentam que, "nos Estados Unidos, ao contrário, não há nenhuma preocupação com aspectos investigativos da fraude ou com a imprudência do devedor, nem do uso da lei como dispositivo de sanção".

17. Em contrapartida, é frequente a discussão na Europa da necessidade de exigir responsabilidade também dos credores. Este tipo de discussão integra conjunto mais amplo de reivindicações de setores das sociedades civis europeias quanto à responsabilidade social das empresas (Ramsay, 2007).

18. Nos Estados Unidos, o processo de falência pessoal trata-se, sobretudo, de processo judicial; na Europa, comissões mistas tendem a assumir o papel de reajustamento das dívidas, sendo o Poder Judiciário acionado somente diante da impossibilidade de acordo entre as partes no âmbito das comissões. Na França, é o Banque de France que desempenha papel de organizador das comissões de superendividamento (*comissions de surendettement*), posição ocupada na Inglaterra principalmente pelo escritório público do Official Receiver.

19. A diferença no tratamento do superendividamento e da falência pessoal na Europa e nos Estados Unidos levou Niemi-Kiesiläinen (1999) a referir-se aos regimes europeus como "*consumer debt adjustment*", reservando o termo "*consumer bankruptcy*" para os países anglo-saxões, sobretudo os Estados Unidos.

desenvolvimento deste mecanismo sob tais configurações às transformações institucionais que possibilitaram o funcionamento do próprio regime de crescimento *finance-led*, de forma a fazer emergir os aspectos estruturais deste processo. A fim de enfatizar a persistência de diferenças nacionais, dois países serão analisados em maior detalhe: os Estados Unidos e a França, que representam duas lógicas institucionais distintas.

## **2 A LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA E A TRANSFORMAÇÃO DOS SISTEMAS AMERICANO E FRANCÊS DE FINANCIAMENTO HABITACIONAL**

Dois fatores marcaram o processo de transformação do financiamento habitacional na maioria dos países desenvolvidos: o acirramento da concorrência no financiamento à aquisição de residências pelas famílias e o estreitamento das relações entre este segmento específico do mercado de crédito e os mercados de capitais por meio do desenvolvimento de mercados secundários às carteiras de financiamento habitacional. Ainda que ambas as tendências possam ser verificadas tanto nos Estados Unidos como na França, os sistemas de financiamento habitacional nestes países guardam diferenças importantes que refletem, de uma maneira ou de outra, a natureza de suas estruturas institucionais.

### **2.1 O acirramento da concorrência nas operações de varejo do financiamento habitacional**

Ao longo dos anos 1980, o quadro regulatório que assegurava os contornos de segmento do mercado de crédito especializado no financiamento habitacional foi desmontado, a exemplo do movimento geral de desregulamentação do crédito, na maioria dos países desenvolvidos. Na França, este desmonte se deu de forma relativamente abrupta, resultado da lei bancária de 1984 e do fim do controle do crédito em 1987. O objetivo das autoridades francesas era reativar a concorrência neste segmento, com a esperança de verificar redução dos custos e ampliação dos prazos deste tipo de financiamento às famílias. Nos Estados Unidos, por sua vez, a abertura do mercado de financiamento habitacional deu-se progressivamente, em resposta às crescentes dificuldades apresentadas pelas instituições de *thrifts* (*saving and loans* – S&L e *saving banks*). Sua dificuldade de adaptação ao novo ambiente macroeconômico e financeiro colocava em xeque a oferta de financiamento habitacional nos Estados Unidos; em consequência, as autoridades regulatórias permitiram a diversificação das atividades destes agentes e autorizaram os bancos comerciais a oferecer este tipo de financiamento, incentivando-os, inclusive, a comprar as *thrifts* insolventes. Estas medidas, contudo, acabaram levando à tomada excessiva de riscos pelas *thrifts* e, conseqüentemente, à sua crise em meados dos anos 1980 (PLIHON, 1999; 2004; GUTTMANN, 1994; BRAGA e CINTRA, 2004; CINTRA e CAGNIN, 2007a).

O espaço liberado pelas *thrifts* no financiamento habitacional foi ocupado por bancos hipotecários (*mortgage banks*). Tais bancos integravam, muitas vezes, *holdings* bancárias, que, diante do acirramento da concorrência com outros agentes financeiros na oferta de crédito e serviços financeiros às grandes empresas, se voltavam à ampliação de suas operações junto às famílias. Entre 1976 e 1996, a participação das *thrifts* no agregado de novos contratos de financiamento habitacional teve queda de 60,6% para 19,8%, ao mesmo tempo em que a participação dos bancos hipotecários saltou de 14% para 57%. A expansão destes bancos esteve diretamente associada ao desenvolvimento de mercado secundário para as hipotecas residenciais. Como não são instituições de depósito, os bancos hipotecários precisam recorrer constantemente aos mercados de capitais para levantar recursos para suas operações, por meio do refinanciamento de suas carteiras. Paralelamente, estes bancos também tinham acesso a linhas de crédito junto a bancos comerciais – muitas vezes, pertencentes a uma mesma *holding* bancária –, que ocupavam papel importante na gestão de liquidez de suas atividades correntes (JACOBIDES, 2005; COLTON, 2002).

A maior presença desses agentes no financiamento habitacional americano desencadeou mudanças importantes no funcionamento deste mercado. Enquanto as *thrifts* sofriam fortes desequilíbrios patrimoniais com a elevação das taxas de juros e a recessão econômica do período 1979-1981, os bancos hipotecários conseguiram ampliar sua participação nos novos financiamentos habitacionais recorrendo a reestruturações internas de suas atividades que pudessem promover racionalização de custos. A redução de pessoal e a externalização da atividade de contratação dos financiamentos consistiram em estratégias neste sentido. Escritórios independentes passaram a desempenhar as funções de busca de clientes, recolhimento de documentos e encaminhamento da proposta de crédito aos bancos (*loan application*); foi o surgimento dos *mortgage brokers*.<sup>20</sup> A partir da recuperação da economia americana e do financiamento habitacional, que se iniciou em 1982, a atividade dos *mortgage brokers* firmou-se como parte integrante do sistema americano de financiamento habitacional. Uma função semelhante passou a ser desempenhada por correspondentes hipotecários, que consistem geralmente em pequenos credores que vendem integralmente suas carteiras de hipotecas a instituições financeiras (sobretudo, bancos hipotecários) de maior porte. Em 1997, 65% da contratação de novas hipotecas passaram pelas mãos de

---

20. *Mortgage brokers* são geralmente escritórios pertencentes a corretoras de imóveis e não são considerados instituições financeiras. Sua atividade é relativamente pouco regulamentada e as exigências variam de estado para estado. A regulamentação recai ora sobre os escritórios de *mortgage brokerage*, ora sobre os indivíduos em que nestes trabalham; por vezes, consiste em prerrequisitos educacionais ou tempo de experiência (Flórida, Califórnia, Massachussets, Nova York, Nevada etc.), ou exige recursos financeiros mínimos (Nova Jersey, Carolina do Norte e Carolina do Sul, Texas, Tennessee, Washington etc.). Até 2004, cinco estados (Alabama, Alaska, Colorado, Montana e Wyoming) não tinham nenhum tipo de regulamentação sobre *mortgage brokers*. As barreiras à entrada neste segmento são, conseqüentemente, baixas, condicionando a evolução das atividades dos *mortgage brokers* número de agentes e volume de negócios aos ciclos imobiliários.

correspondentes e *mortgage brokers*, proporção que mal chegava a 10% em 1988. O restante dos contratos era firmado diretamente nas agências das instituições credoras (S&L, bancos hipotecários ou bancos comerciais) (JACOBIDES, 2005; DUNCAN, 2001).

Outro fator importante para o surgimento da atual organização do mercado primário de hipotecas residenciais nos Estados Unidos teve origem na gestão dos ativos remanescentes das *thrifts* que foram à falência no final dos anos 1980. O Resolution Trust Corporation (RTC) de 1989 vendeu separadamente os empréstimos e os direitos de recolhimento dos pagamentos periódicos destes empréstimos (*servicing rights*) que compunham os ativos das *thrifts* em liquidação. O RTC criou, assim, as condições para o desenvolvimento de um mercado para estes direitos ao formular metodologia para sua precificação. As instituições que adquiriram tais direitos desenvolveram *know-how* nestes mercados, especializando-se na atividade de recolhimento e transferência dos pagamentos aos proprietários das hipotecas (*mortgage servicers*).

Diante da crise das *thrifts* e do avanço da desregulamentação, o modelo de financiamento habitacional presente nos Estados Unidos no pós-guerra, cujas raízes se encontravam, em boa medida, na reforma financeira dos anos 1930, foi, assim, drasticamente modificado segundo dois aspectos. Em primeiro lugar, a oferta de financiamento às famílias para a aquisição de imóvel residencial deixou de ser responsabilidade de apenas um tipo específico de instituições. O mercado foi aberto ao conjunto de agentes financeiros, acirrando a concorrência. Em segundo lugar, a forma de funcionamento deste mercado de hipotecas residenciais fragmentou-se ao longo dos anos 1980: as atividades que antes eram realizadas no seio de uma instituição (*bundling system*), sobretudo das *thrifts*, agora passaram a ser desempenhadas por diferentes agentes (*unbundling system*): *brokers*, correspondentes, *servicers*, bancos e *thrifts*.

No caso da França, a primeira dessas tendências já se encontrava presente nos anos 1970. Em função da tradicional diversificação dos seus negócios – que foi reforçada pela lei bancária de 1984 –, os bancos franceses sempre tiveram participação importante no financiamento habitacional, não apenas no que diz respeito à aquisição do imóvel pelas famílias, mas também na sua construção. Apesar disso, seu peso era limitado, até o final dos anos 1980, em função de dois fatores. Em primeiro lugar, os contratos de crédito que contavam com subsídios ou bonificações do Estado tinham sua oferta monopolizada por determinadas instituições financeiras controladas pelo poder público, tais como o Crédit Foncier de France (CFF), o Comptoir des Entrepreneurs (CDE) e a Caisse de Dépôts et Consignation (CDC). Ademais, estas instituições tinham acesso – inicialmente irrestrito – a operações de redesconto do Banque de France (Banco Central francês).

Em segundo lugar, a política de *encadrement du crédit* (1970-1987), que dava poderes ao Banque de France para definir o ritmo de crescimento das carteiras de crédito, funcionava como obstáculo adicional à expansão das operações de financiamento habitacional dos bancos.

Entre meados dos anos 1960 e 1990, essas restrições começaram, entretanto, a ser retiradas, com a quebra sucessiva de monopólios na distribuição de empréstimos que contam com isenções fiscais ou ajudas orçamentárias<sup>21</sup> e daqueles baseados no crédito direcionado (*comptes épargne-logement* – CEL, *plans épargne-logement* – PEL, *prêts conventionnés* etc.).<sup>22</sup> Desta maneira, as instituições financeiras que dominaram o setor desde o pós-guerra, como o CFF, a CDC e o CDE, foram perdendo espaço para os bancos universais e, sobretudo, os bancos mútuos, como o Crédit Agricole.<sup>23</sup> Em contrapartida, a lei bancária de 1984 permitiu que estas instituições, que perderam espaço no financiamento habitacional, pudessem diversificar suas operações de forma a compensar a quebra dos monopólios da distribuição de determinados contratos. A participação dos bancos<sup>24</sup> no financiamento habitacional passou de 46,4% para 67,3%, entre 1977 e 1989 (GRANELLE, 1998; LEFEBVRE, MOUILLART e OCCHIPINTI, 1991).

As transformações sofridas pelo sistema financeiro francês nos anos 1980 e 1990 tiveram como consequência uma ampliação da concorrência entre os agentes financeiros e o desenvolvimento dos mercados de títulos como meio de financiamento. Diante deste cenário e com o fim da política de controle do crédito, em 1987, a reação dos bancos franceses assemelhou-se à de seus pares americanos: buscaram compensar a perda de parte das operações com clientes tradicionais, que passaram, então, a recorrer aos mercados de títulos, por meio da ampliação de atividades associadas a riscos e rentabilidade mais elevados, como o crédito às famílias e às pequenas e médias empresas. A ampliação das atividades dos bancos junto às famílias conferiu ao financiamento habitacional função estratégica. A contratação

21. Em 1995, o principal instrumento de financiamento ao acesso à propriedade residencial subsidiado pelo Estado, o *prêt aidé à l'accession à la propriété* (PAP), cuja distribuição era restrita às *caisses d'épargne*, foi substituído pelo *prêt à taux zéro*, amplamente oferecido pelas instituições bancárias.

22. Em 1965, foram criadas as CEL, cuja distribuição era aberta ao conjunto dos bancos. Estas substituíram as contas de *épargne-crédit*, criadas em 1959 e oferecidas exclusivamente pelas *caisses d'épargnes*. Em 1969, foi criado mecanismo semelhante às CEL, os PEL. O circuito *épargne-logement* (CEL e PEL) consiste em mecanismo de aquisição de imóvel residencial composto por duas etapas. A primeira compreende período durante o qual o cliente constitui poupança cujas duração e rentabilidade – isenta de determinados impostos – são previamente definidas pelo poder público. A segunda etapa, a contratação do empréstimo, tem caráter opcional e conta com a transferência de um prêmio pelo Estado, de maneira a reduzir o custo do endividamento.

23. É importante ressaltar que o financiamento habitacional continua restrito a um mercado quase que exclusivamente nacional – isto é, a oferta de financiamento por credor sediado em determinado país a um tomador residente em outro país, mesmo que ambos pertençam à zona do euro, é pouco verificado. Isto decorre, em grande medida, em função de diferentes procedimentos legais em relação à falência e à transferência de propriedade das garantias do tomador insolvente para o credor (*foreclosure*) (BCE, 2009).

24. Referente aos bancos pertencentes à Association Française des Banques, excluindo-se, então, a Caisse d'épargne, a CDC, o CFF e o CDE.

de financiamento habitacional estabelece relação de longo prazo com o tomador, o que permite ao banco credor o oferecimento de produtos adicionais durante todo o período de vigência do contrato. Como consequência, tornou-se praxe que os bancos franceses aceitem margens restritas, por vezes negativas, nas operações de financiamento habitacional, na esperança de que a venda de produtos adicionais possa resultar nas margens globais de lucro desejáveis (MÉRINDOL, 2008; DIAMOND e LEA, 1992; LEMASSON, 2005; DOLING e FORD, 2003).

Dessa importância do financiamento habitacional para os bancos franceses, pode ser tirada a primeira consequência: o avanço dos bancos sobre as instituições especializadas no financiamento habitacional. Das quatro instituições especializadas, CFF, Union de Crédit pour le Bâtiment, Crédit Immobilier de France e a filial francesa do GE Money Bank, remanescentes das transformações dos anos 1980, apenas as duas últimas se mantiveram independentes. A segunda conclusão é a existência de barreiras a uma fragmentação da distribuição do financiamento habitacional semelhante àquela verificada nos Estados Unidos. Ao contrário, frente ao acirramento da concorrência, os bancos franceses vêm buscando cobrir todo o espectro de serviços financeiros associados à compra e à construção de imóvel residencial, estreitando os vínculos entre a atividade bancária e a atividade imobiliária. Estes bancos vêm, assim, integrando diferentes segmentos (residencial, comercial e escritórios) e atividades (construção, incorporação, gestão etc.) dos mercados imobiliários às diferentes frentes do negócio bancário, como banco de varejo, banco de investimento e *private bank* (financiamento à aquisição, comercialização, construção, seguros, montagem de emissões de títulos etc.) (MÉRINDOL, 2008; NAPPI-CHOULET, 2009).

## 2.2 O avanço da securitização e o desenvolvimento de mercado secundário ao financiamento habitacional

Uma das principais transformações dos sistemas de financiamento habitacional foi o desenvolvimento de mercado secundário para as carteiras de crédito a partir da década de 1980. Com mercados secundários desenvolvidos e a desregulamentação dos mercados primários ou de varejo, os sistemas de financiamento habitacional tornaram-se mais flexíveis, relativizando as restrições ao crescimento do crédito impostas pela evolução das captações de depósitos. Os credores no mercado primário puderam adotar técnicas de gestão de passivo, em que o acesso aos mercados secundários como forma de obtenção de *funding* assegurava o ritmo de expansão de suas operações ativas estabelecido previamente pelo processo concorrencial. Nesta nova configuração, o racionamento quantitativo (*credit crunch*) do financiamento habitacional tornou-se cada vez menos frequente, dando lugar a movimentos moderados de restrição do crédito via o mecanismo de preço (GUTTMANN, 1994; COLTON, 2002; BERNANKE, 2007a).

Nos Estados Unidos, a criação do Federal Home Loan Bank System e da Federal National Mortgage Association (FNMA ou Fannie Mae), por exemplo, data da década de 1930.<sup>25</sup> Estas instituições permitiram melhor gestão de liquidez das *thrifts*, possibilitando a retomada do funcionamento do sistema de financiamento habitacional interrompido pela crise de 1929, e a expansão da participação dos contratos a taxas de juros fixas e prazos longos – geralmente de 30 anos. O objetivo de alongar os prazos do financiamento habitacional às famílias e reduzir as margens dos credores por meio do desenvolvimento de *funding* de longo prazo também esteve na origem da criação do mercado hipotecário (*marché hypothécaire*), em 1966, pelo governo francês. Da data de surgimento até suas configurações atuais, os mercados secundários destes dois países passaram por diversas alterações, provenientes de mudanças regulamentares ou das estratégias de seus participantes. Um elemento importante na evolução deste segmento do sistema de financiamento habitacional foi, sem dúvida, o amplo recurso a técnicas de securitização das carteiras de crédito, abrindo-se nova etapa do desenvolvimento dos mercados secundários. A securitização permitiu, em alguns casos, a diversificação de contratos financeiros que têm como ativo subjacente crédito imobiliário, estreitando as relações entre o financiamento habitacional e os mercados de capitais.

Nos Estados Unidos, a introdução de técnicas de securitização ocorreu, no final dos anos 1960, não apenas como reação ao crescente desequilíbrio das *thrifts*, mas também da própria FNMA. O *credit crunch* de 1966, as pressões sobre o orçamento federal em função da Guerra do Vietnã e a multiplicação de movimentos sociais (*civil rights movement*) pressionaram o governo americano para a reformulação do mercado secundário de hipotecas residenciais. Em 1968, foi criada a Government National Mortgage Association (GNMA ou Ginnie Mae), que passou a encarregar-se do desenvolvimento do mercado secundário para as hipotecas com seguro público – oferecido pela Federal Housing Association/Veterans Affairs (FHA/VA).<sup>26</sup>

A criação da Ginnie Mae foi acompanhada de inovação financeira importante: a securitização das hipotecas residenciais. A emissão das *passthrough securities* pela Ginnie Mae, em 1970, consistiu na primeira operação de securitização de crédito nos Estados Unidos. Nos anos seguintes, diversificaram-se as carteiras de crédito securitizadas, passando-se a incluir financiamento de automóveis, cartões de crédito, financiamento estudantil etc. Os títulos emitidos a partir deste conjunto de carteiras de naturezas distintas são denominados

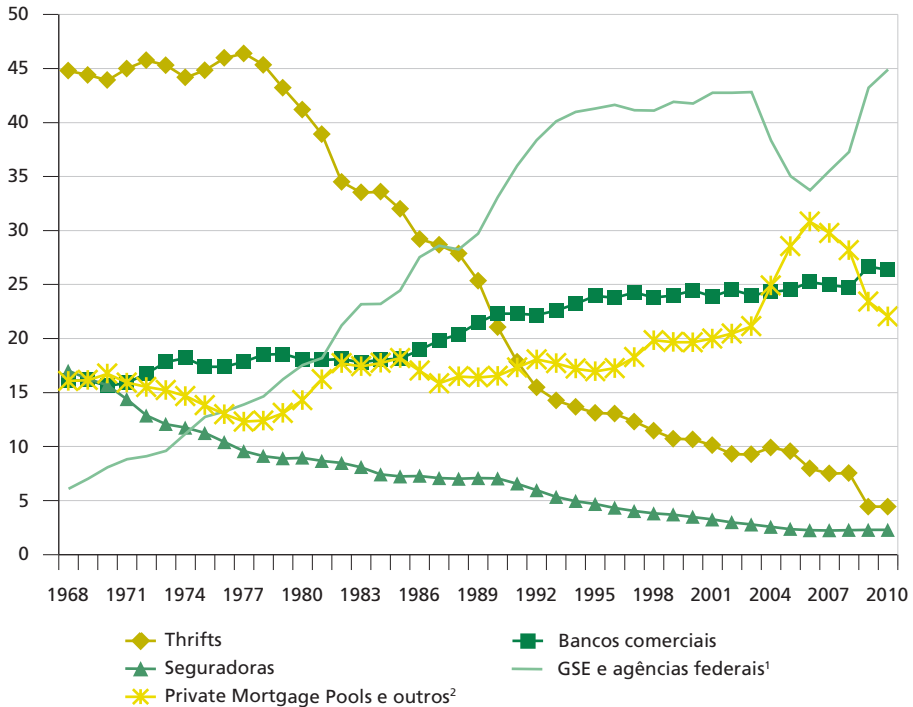
25. Para mais informações sobre a construção do mercado secundário para as hipotecas residenciais nos Estados Unidos, ver, por exemplo, Colton (2002), Department of Housing and Urban Development (HUD) (United States, 2006) e Cagnin (2007; 2009a).

26. Ginnie Mae e FHA/VA compõem o “segmento social” do sistema, em que parte dos riscos é assumida explicitamente pelo governo federal dos Estados Unidos.

de *asset-backed securities* (ABS). Dessa maneira, fazem parte das ABS as *mortgage-backed securities* (MBS), ou ainda as *residencial-mortgage-backed securities* (RMBS), no caso das hipotecas residenciais.

A Federal Home Mortgage Corporation (FHLMC ou Freddie Mac), criada em 1970, também lançava mão da securitização como meio de desenvolver o mercado secundário para as hipotecas residenciais. Fannie Mae só passou a recorrer à securitização em 1981. Atualmente, Ginnie Mae, Fannie Mae e Freddie Mac estão autorizadas a comprar, reter em balanço e securitizar hipotecas residenciais. Assim, a participação das *government-sponsored enterprise* (GSEs)<sup>27</sup> e da Ginnie Mae no estoque total de hipotecas residenciais saltou de 8%, em 1970, para 42% em 2000 (gráfico 1).

GRÁFICO 1  
Estoque das hipotecas residenciais por tipo de detentor (1968-2010) – Estados Unidos  
(Em %)



Fonte: Flow of Funds, do Federal Reserve Board.

Obs.: valores para 2010 são dados do terceiro trimestre do ano.

Notas: <sup>1</sup> Inclui hipotecas mantidas em balanço e emissões de MBS das seguintes instituições: Ginnie Mae, FHA/VA, Farmers Home Administration, Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), Resolution Trust Corporation, Federal Farm Mortgage Corporation e Public Housing Administration, Fannie Mae, FHLBanks, Freddie Mac e Farnes Mac.

<sup>2</sup> Compreende securitizadores privados, fundos de pensão, companhias financeiras etc.

27. GSE é o nome dado a empresas de capital privado que desempenham papel de interesse público e que, por essa razão, recebem algum tipo de garantia do Estado ou de benefícios fiscais. Esse é o caso de Fannie Mae e Freddie Mac.



A década de 1980 foi o período em que o princípio da concorrência foi reforçado no mercado secundário de hipotecas residenciais. As pressões dos agentes financeiros privados, que se queixavam da dificuldade de concorrer com as GSEs,<sup>28</sup> e o interesse do governo americano em atrair novos capitais para o financiamento habitacional culminaram na adoção do Secondary Mortgage Market Enhancement Act, de 1984. O ato buscava eliminar as barreiras fiscais e regulamentares que bloqueavam o desenvolvimento da securitização de hipotecas por agentes financeiros privados.

Em seu Título I, o ato ajustou o quadro regulatório vigente de maneira a permitir a entrada de agentes privados no mercado secundário de hipotecas: a seção 105 removeu restrições ao investimento em MBS privadas pelos bancos e *thrifts* com funcionamento sob autorização federal (*federally-chartered*), e a seção 106 impôs aos estados a necessidade de alterarem suas legislações referentes aos mercados de títulos, de maneira a permitir que as instituições financeiras sob autorização estadual (*state-chartered*) – como companhias de seguro, fundos de pensão e *thrifts* – pudessem adquirir as MBS privadas (BLECKNER, 1984; COLTON, 2002).

O Título II do ato tratou de definir as condições de concorrência entre as GSEs e os securitizadores privados, por meio da definição de um limite máximo do valor das hipotecas que poderiam ser securitizadas por estas instituições. Este valor máximo, que passou a fazer parte dos *guidelines* das GSEs, é definido pelo Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO),<sup>29</sup> responsável pela supervisão de Fannie Mae e Freddie Mac, segundo a região em que a hipoteca foi contratada e ajustável de acordo com os movimentos dos preços dos imóveis. O mercado secundário assistiu, assim, ao surgimento de um circuito composto pelas hipotecas não elegíveis à securitização pelas GSEs (*nonconforming mortgages*) e pelos securitizadores privados (geralmente bancos de investimento).

Com a constituição desse segmento do mercado secundário totalmente privado, foi possível maior diversificação dos contratos de financiamento habitacional junto às famílias. A introdução de inovações financeiras neste tipo de financiamento se via dificultada pela necessidade de cumprir os parâmetros exigidos pelas GSEs; desrespeitá-los significava a impossibilidade de securitizar as hipotecas geradas e, dessa maneira, assumir o custo em termos de requerimento de capital de mantê-las em balanço. A entrada de bancos de investimento e demais instituições privadas no mercado secundário tornou possível a securitização destas hipotecas excluídas do circuito GSEs. A constituição deste circuito privado foi condição necessária para a onda de inovações financeiras nas hipotecas

28. Em 1983, Ginnie Mae, Fannie Mae e Freddie Mac respondiam por 97% das hipotecas securitizadas, resultando em participação marginal dos emissores privados de MBS de apenas 3%.

29. Por meio do Housing and Economic Recovery Act de 2008, foi criada nova agência reguladora para as GSEs: a Federal Housing Finance Agency (FHFA). A FHFA centralizou as operações antes dispersas em três outras instituições (OFHEO, Federal Housing Finance Board – FHFB e parte das atividades do HUD).

residenciais verificada nos anos 2000 e esteve no centro da crise financeira subsequente, a crise das hipotecas *subprime*.

Com o amadurecimento do mercado de MBS, esses títulos foram usados pelos bancos de investimentos na criação de novos instrumentos financeiros, como os *collateralized debt obligations* (CDO). As MBS integram o *pool* de ativos subjacentes que é composto de maneira a obter determinada avaliação de risco das agências de *rating* (FMI, 2008a). A partir deste *pool*, diferentes categorias de CDO (*tranches*) são emitidas de forma a refletir, cada uma destas, um nível específico de riscos. Os CDO compreendem, assim, o fruto do processo de ressecuritização de hipotecas residenciais. Hipotecas, MBS e CDO integram o portfólio de fundos de investimento, cujas cotas podem compor o portfólio de outros fundos, constituindo uma pirâmide de instrumentos financeiros que têm como base a existência de imóvel tomado como garantia. A emissão de CDO ocupou papel central na expansão de contratos de hipoteca pouco usuais no segmento *subprime* nos Estados Unidos, cujos riscos foram separados e “empacotados” em *tranches* para serem transferidos, em seguida, aos agentes dos mercados financeiros.

A experiência americana inspirou, em boa medida, as iniciativas francesas de introduzir técnicas de securitização como meio de desenvolver o mercado secundário de hipotecas. Nos Estados Unidos, a securitização havia sido desenvolvida como resposta às dificuldades crescentes das *thrifts* e das próprias agências federais do mercado secundário; na França, sua introdução esteve condicionada pela estratégia do Estado de modernização do sistema financeiro francês e pelo desejo de desenvolver formas de *funding* de longo prazo para o financiamento habitacional. A Lei nº 88-1201 de 1988 introduziu a securitização na França e garantiu o início da securitização das carteiras de crédito habitacional. A primeira emissão de MBS foi realizada em 1991, pelo CFF, seguida pelas emissões do Crédit Lyonnais, da Union de Crédit pour le Bâtiment (UCB) e da Caisse d'Épargne, em 1994.

Entretanto, assim como ocorrera anteriormente com o mercado hipotecário, o recurso à securitização continuou bastante limitado na França. De acordo com o levantamento de Bourdin (2006), apenas 5,7% do financiamento habitacional contratado em 2003 foram securitizados.<sup>30</sup> As razões para esta evolução repousam sobre a existência de mecanismos de captação de depósitos a baixo custo<sup>31</sup> e a

30. Inclui-se a emissão de *mortgage backed securities* e *obligations foncières* (nome recebido pelos *covered bonds* na França)

31. O circuito *épargne-logement* constitui um dos principais mecanismos de *funding* das operações de financiamento habitacional dos bancos – instituições especializadas não estão autorizadas a captar recursos por meio deste mecanismo. Com a tendência de queda das taxas de juros a partir dos anos 1980, os indivíduos passaram a exercer cada vez menos seu direito de tomar um financiamento habitacional a partir dos recursos acumulados em suas contas e nos planos *épargne-logement* previamente criados junto aos bancos. Entre 1984 e 2004, a proporção entre o valor das carteiras de crédito habitacional e o saldo de depósitos no âmbito do circuito *épargne-logement* teve queda de 51,5% para 6,6%. Os depósitos coletados e não utilizados no interior deste circuito compreendem uma soma de recursos que devem ser direcionados a outras formas de financiamento habitacional. Os bancos conseguiram, dessa forma, ampliar as carteiras de créditos livres à habitação a partir destes recursos.

importância estratégica do financiamento residencial para o estabelecimento de relação de longo prazo entre a instituição credora (especialmente, os bancos) e sua clientela composta por pessoas físicas. A transferência da propriedade da carteira de crédito para fora de seu balanço pode significar, ao ser notificada ao tomador do empréstimo, ameaça à confiança estabelecida na relação entre credor e devedor.

O financiamento habitacional na França continua, assim, atividade prioritariamente bancária, que impõe a transformação de prazos dos recursos obtidos sob a forma de depósitos de curto prazo. O desenvolvimento de instrumentos de captação junto aos mercados de capitais desempenhou, dessa maneira, papel marginal, apesar da sua participação no *funding* de instituições não bancárias especializadas no financiamento habitacional. Como consequência, e em contraste com a experiência americana, as transformações ocorridas na esfera financeira nas últimas décadas não foram capazes de desenvolver um sistema de financiamento habitacional sob o modelo *originate-to-distribute*.

### 3 A GESTÃO DO PATRIMÔNIO IMOBILIÁRIO DAS FAMÍLIAS

Depois da Segunda Guerra Mundial, as condições de moradia na maioria dos países desenvolvidos transformaram-se radicalmente: a parcela de domicílios insalubres, com taxas de ocupação elevadas ou sem instalações sanitárias, teve queda drástica. Naquele período, o número de proprietários de imóveis residenciais cresceu continuamente, chegando a constituir a situação da maioria das famílias em alguns países. Nos Estados Unidos, estas tendências se desenvolveram, sobretudo, a partir dos anos 1940 e foram condicionadas pelo maior envolvimento do Estado, nos diferentes níveis da Federação, no acesso à habitação. Os desdobramentos sociais da crise dos anos 1930 criaram as condições políticas a favor da formulação de políticas habitacionais mais amplas, reforçadas posteriormente pelos movimentos sociais em prol dos *civil rights* nos anos 1960. Na França, assim como na maior parte dos países europeus, a intervenção sistemática dos Estados nas questões de habitação deu-se em meio à reconstrução do país no pós-guerra. Além do caráter de política social destas intervenções, os estímulos à construção e à renovação de imóveis residenciais aportavam contribuição importante às políticas de crescimento econômico e geração de emprego.

Entre 1940 e 1980, a taxa de famílias americanas proprietárias de suas residências saltou de cerca de 44% para mais de 64%. No caso das famílias francesas, a parcela de proprietários, que era de apenas 35% em 1950, chegou a 50% no início dos anos 1980. Três fatores viabilizavam esta trajetória. Em primeiro lugar, a constituição de circuitos especializados de financiamento habitacional caracterizava o financiamento da aquisição dos imóveis

naquele período. Estes circuitos contavam com instrumentos regulamentares e incentivos fiscais que lhes permitiam a captação de recursos a baixo custo e a oferta de financiamento sob condições favoráveis às famílias. Em segundo lugar, a relação salarial fordista significava, em geral, evolução positiva da renda real da maioria dos trabalhadores e taxa de emprego elevada. Nestas circunstâncias, os chefes de família apresentavam condições de assumir o custo financeiro da dívida contraída para a aquisição de imóvel. Em terceiro lugar, o Estado assumia para si a responsabilidade de dividir parte deste custo do endividamento das famílias. A política habitacional compreendia tanto incentivos à construção, garantindo a expansão do parque residencial e a redução de seu custo de forma a arrefecer a elevação de preços, como à transferência direta ou indireta de recursos aos tomadores. O Estado comprometia-se, assim, a solvabilizar a demanda e garantir condições mínimas de ascensão (*affordability*) à propriedade.<sup>32</sup>

Com o esgotamento da relação salarial fordista, as condições necessárias ao avanço da propriedade de imóveis residenciais pelas famílias complicaram-se. Em primeiro lugar, as reformas introduzidas nos mercados de trabalho vão na direção de ampliar a flexibilidade dos contratos de trabalho ao mesmo tempo em que as taxas de desemprego se elevavam. Torna-se, então, mais incerta a capacidade de as famílias conservarem, em prazo relativamente longo, determinado fluxo de renda proveniente do trabalho. Endividar-se a longo prazo, como o financiamento habitacional exige, torna-se, conseqüentemente, mais arriscado. Em segundo lugar, a dinâmica de crescimento dos salários reais verificada sob o fordismo foi interrompida. Os salários crescem, desde então, em ritmo monótono e perdem participação na renda nacional. Na França, a participação média dos salários teve queda de 75,5% do produto interno bruto (PIB), no período 1971-1980, para 69,4%, no período 1991-2000. Nos Estados Unidos, esta queda foi de 70% do PIB para 67,2% nesses períodos. Em terceiro lugar, como resultando dos dois primeiros fatores, a desigualdade social tende a elevar-se, especialmente nos Estados Unidos, em função de limitações a um efeito descentralizador da renda promovido pelo Estado de bem-estar social, mais restrito em relação à França, e sob pesada crítica dos setores liberais (tabela 3).

---

32. Conforme observam Florida e Jonas, a política habitacional americana do período fordista esteve longe de beneficiar o conjunto da população: o incentivo à expansão dos "subúrbios" teve como subproduto o surgimento de guetos nas regiões centrais das metrópoles americanas, ocupados sobretudo por minorias étnicas. Os autores concluem: "as inovações da política habitacional do New Deal deram origem a instituições que, no limite, favoreceram uma crescente classe média branca e discriminaram as classes dos trabalhadores e dos negros pobres dos centros das cidades" (Florida e Jonas, 1991, p. 363, tradução nossa).

TABELA 3  
**Distribuição de renda na França e nos Estados Unidos: coeficiente de Gini da população total (1970-2000)**

País	Antes de impostos e transferências					
	Meados de 1970	Meados de 1980	Início de 1990	Meados de 1990	Início de 2000	Meados de 2000
França	-	0,52	0,51	0,48	0,50	0,48
Estados Unidos	0,37	0,40	0,42	0,45	0,45	0,46
País	Depois de impostos e transferências					
	Meados de 1970	Meados de 1980	Início de 1990	Meados de 1990	Início de 2000	Meados de 2000
França	-	0,31	0,30	0,28	0,28	0,28
Estados Unidos	0,32	0,34	0,35	0,36	0,36	0,38

Fonte: OCDE Stat.

Apesar desses complicantes, parece correto afirmar que a propriedade do imóvel residencial coloca as famílias proprietárias em situação mais favorável em relação às não proprietárias. Isto ocorre porque, no regime *finance-led*, a importância dos imóveis residenciais para as famílias vai além do seu valor de uso; em outras palavras, vai além das características físicas que permitem que o imóvel funcione como o espaço privilegiado de sociabilidade dos membros de uma família, das recomposições física e emocional dos trabalhadores e do consumo de um conjunto diversificado de mercadorias. Se, antes, o valor do imóvel residencial era conhecido apenas às vésperas da transação imobiliária condicionada por projetos familiares, envolvendo objetivos outros que a realização de ganho de capital, hoje, a evolução dos preços das residências é acompanhada de perto, sendo amplamente divulgada nos meios de comunicação (MARTIN, 2002). As transformações da esfera financeira e das relações salariais despertaram o interesse e a possibilidade de mobilizar a riqueza até então adormecida sob a forma de imóvel residencial.<sup>33</sup>

33. As empresas também passaram por processo semelhante. A externalização imobiliária consiste na transferência da propriedade e/ou da gestão do patrimônio imobiliário não apenas das empresas, mas também de governos, cujo *core business* não se constitui de atividades imobiliárias a agentes especializados neste mercado. A externalização pode envolver, assim, tanto a cessão de ativos imobiliários que não desempenham nenhum papel relevante para a operação do cedente, como os imóveis necessários ao desenvolvimento das próprias operações do cedente. Como exemplo deste primeiro tipo de externalização, pode ser citada a venda de 12.800 residências pela empresa francesa de energia *Électricité de France (EDF)*, em 2000, ao *Deutsch Bank*, que se encarregou, em seguida, de securitizar este ativo imobiliário por € 688 milhões. Já o segundo tipo de externalização pode ser exemplificado pela venda de 128 hotéis da rede hoteleira *Accor*, em 2005, à *Foncière des Murs* por € 1 bilhão. Na Europa, a multiplicação das operações de externalização na última década esteve vinculada à exigência feita pela UE em relação à adequação, a partir de 2005, das normas contábeis das empresas cotadas em bolsa de valores à metodologia desenvolvida pelo *International Accounting Standards Board (IASB)*, conhecida como *international financial reporting standards (IFRS)*. Com a adequação ao IFRS, as grandes empresas europeias, assim como já faziam suas congêneres anglo-saxãs, passaram a contabilizar seu patrimônio imobiliário a valor de mercado (*fair value*). O incentivo à externalização vem, então, de dois fatores: em primeiro lugar, reduzir a exposição das empresas aos ciclos imobiliários; e, em segundo lugar, nas fases de alta dos ciclos de preço dos imóveis, realizar os ganhos provenientes da valorização de seu patrimônio imobiliário. As operações de externalização realizadas pela *France Télécom* e a *British Telecom* no início dos anos 2000 tinham como objetivo aproveitar a valorização de seus imóveis para levantar recursos financeiros para fazer frente às perdas causadas pela desvalorização da riqueza acionária desse período.

A diversificação dos instrumentos financeiros vem possibilitando que as famílias mobilizem sua riqueza imobiliária por meio de dívidas, sem que, com isto, sejam obrigadas a abrir mão do uso destes imóveis. A posse de imóveis potencializa, então, a capacidade de endividamento das famílias, traço importante do regime *finance-led*.

Por meio do endividamento e da mobilização da riqueza imobiliária, o ciclo de preço dos imóveis residenciais passa a exercer influência equivalente ao ciclo de valorização da riqueza financeira dos anos 1990 sobre as decisões de gasto das famílias e, conseqüentemente, o dinamismo da economia por meio do efeito riqueza (CAGNIN, 2007; 2009b).

Outro aspecto que reforça a importância de tornar-se proprietário vem da crescente incerteza em relação ao nível futuro de renda das famílias em função das recorrentes mudanças nas regras de aposentadoria. Como a direção destas reformas aponta quase sempre para a perda de direitos, ao garantir a propriedade de sua residência, os trabalhadores tendem a assegurar custos de moradia mais baixos no futuro, à ocasião de sua aposentadoria.<sup>34</sup> Além do mais, trabalhadores aposentados podem, em determinado momento, decidir mobilizar sua riqueza imobiliária de maneira a gerar fluxo adicional de renda para complementar o rendimento de suas aposentadorias. Para isto, é necessário que estejam disponíveis no mercado de crédito contratos do tipo *reverse mortgage* (ou *prêt viager*, em francês).<sup>35</sup> Ao contratar este tipo de instrumento, o tomador não realiza nenhum pagamento ao credor, mas salda sua dívida por meio da entrega de seu imóvel ao final do contrato.

A propriedade de imóveis residenciais constitui, assim, pilar importante do *asset-based welfare estate*, segundo o qual o Estado deve adotar políticas que facilitem a acumulação de ativos pelas famílias que as protejam dos riscos até então cobertos pelas políticas sociais (MALPASS, 2008). Não é por acaso que a política habitacional em diferentes países tem recentemente privilegiado a

34. Os trabalhos de Kemeny (1980) e Castles (1998), por exemplo, sugerem relação inversa entre o desenvolvimento dos estados de bem-estar social, especialmente da amplitude dos esquemas de pensão e aposentadoria, e a proporção de famílias proprietárias de imóveis residenciais. Ainda que estes autores estivessem procurando estabelecer tipologia de sistemas residenciais – isto é, comparação estática entre os países da OCDE –, é possível admitir que, se este argumento é verdadeiro, a perda progressiva de direitos sociais deve incentivar o interesse pela ascensão à propriedade como mecanismo de proteção contra as incertezas em relação ao futuro.

35. Esse tipo de contrato se direciona exclusivamente aos proprietários de imóveis residenciais com idade avançada, permitindo-lhes o recebimento de fluxo de renda periódico, de caráter vitalício, referente a uma operação de crédito cuja garantia consiste em seu imóvel. O tomador deste empréstimo permanece residindo em seu imóvel durante todo o período de existência do contrato. Ao final deste, a propriedade do imóvel deve ser transferida ao credor, que poderá, entretanto, receber quantia em dinheiro referente ao reembolso do empréstimo caso os herdeiros do tomador decidam manter a propriedade. Os recursos obtidos com as *reverse mortgages* são direcionados, sobretudo, ao financiamento dos gastos com saúde. Estas expressam, então, o papel da mobilização da riqueza das famílias cristalizada sob a forma de imóveis na compensação de oferta insuficiente de serviços por um estado de bem-estar social combatido em relação às necessidades das famílias (Jachiet *et al.*, 2004; Anil, 2006).

multiplicação de proprietários (LOUVOT-RUNAVOT, 2001; SCANLON e WITHEHEAD, 2009). Nos Estados Unidos, o governo de Bill Clinton deu prioridade à elevação da taxa de proprietários já em meados dos anos 1990, o que foi reenfatizado, posteriormente, pela administração George W. Bush. Na França, uma guinada da política habitacional em favor da propriedade residencial teve de esperar a eleição de Nicolas Sarkozy, que, em 2007, explicitou o objetivo de sua administração de ampliar para 70% a parcela de proprietários (DRIANT, 2009; RONALD, 2008; WRAY, 2005).

Sob o regime *finance-led*, o acesso à propriedade de imóveis residenciais pelas famílias está, dessa maneira, sujeito a processos contraditórios: tornar-se proprietário impõe riscos elevados às famílias ao mesmo tempo em que as situa em condição favorável no regime *finance-led* por lhes permitir participar dos movimentos de valorização dos ativos. O aumento de valor dos imóveis residenciais vem reforçar esta contradição, favorecendo as famílias proprietárias e dificultando a aquisição de imóveis pelos não proprietários.

O equacionamento – mas não a solução – dessa contradição passa pela composição de dois elementos. De um lado, a capacidade do Estado de criar instrumentos que auxiliem as famílias na aquisição dos imóveis, arrefecendo os impactos negativos sobre a *affordability* ao longo do processo de valorização imobiliária. Esta solvabilização da demanda por imóveis pelo Estado ajuda, inclusive, a validar o nível de preços dos imóveis que, assim, tendem a manter sua trajetória de alta. Os limites às intervenções estatais são impostos, entretanto, pelas pressões em favor da sustentabilidade das finanças públicas. De outro lado, a existência de um sistema de financiamento habitacional capaz de introduzir inovações financeiras que aliviem, ou diluam no tempo, o esforço financeiro exigido das famílias.

A forma com que esses dois elementos se combinam depende das características institucionais de cada país. Os Estados Unidos, em função da importância que as inovações financeiras apresentam para o processo de concorrência dos agentes financeiros, estão mais bem posicionados para transferir para os agentes do sistema de financiamento habitacional parcela maior do equacionamento da contradição identificada anteriormente. Obviamente, isto não significa afirmar que o Estado americano, em suas diferentes instâncias, não tenha apoiado o avanço da taxa de proprietário nos Estados Unidos (TSOUNTA, 2011). A retomada da trajetória ascendente da parcela de proprietários, em meados da década de 1990, foi não apenas marcada por estratégia ativa do governo federal, mas também foi resultado tanto do patamar baixo das taxas de juros americanas como da diversificação dos contratos de financiamento habitacional disponíveis no mercado. A crise das hipotecas *subprime* pode ser vista, assim, como o resultado da convivência com a transferência exacerbada da responsabilidade de equacionamento à esfera financeira que, condicionada pelo processo de concorrência

entre os agentes financeiros, se encarregou de estender, enquanto fosse lucrativa, a possibilidade de acesso à propriedade residencial para os setores da sociedade até então excluídos do sistema de financiamento residencial. Esta transferência teve caráter exacerbado, porque implicava tomada de riscos pelas famílias que, *ex post*, se mostrou insustentável.

Na França, em função da natureza do seu sistema jurídico do tipo *civil law*, a capacidade de introdução de inovações financeiras encontra-se mais limitada, dificultando atuação de seu sistema de financiamento habitacional semelhante ao dos Estados Unidos. Como o financiamento habitacional na França continua majoritariamente *bandling on-balance-sheet*, os credores têm relativa resistência em propor contratos que pressupõem nível mais elevado de riscos. Apesar destes limites, o financiamento habitacional também apresentou elevadas taxas de expansão, desde meados da década de 1990, associadas ao nível mais baixo das taxas de juros e ao aumento dos prazos médios dos contratos. Mas, com a insistência do movimento de alta dos preços dos imóveis residenciais, a capacidade de endividamento das famílias foi sendo corroída. Em consequência, crescem as pressões da sociedade por intervenção mais efetiva do Estado, de maneira a resguardar a possibilidade de ascensão à propriedade residencial.<sup>36</sup>

### 3.1 A mobilização da riqueza imobiliária e as decisões de consumo das famílias

A riqueza imobiliária é mobilizada quando esta é transformada em recursos líquidos que irão, em seguida, financiar as aquisições de outros ativos não imobiliários ou parte do consumo das famílias. Em outros termos, trata-se de extrair recursos líquidos do estoque de riqueza imobiliária (*housing equity withdrawal*) (BENITO e POWER, 2004).

A diferença da importância desse efeito riqueza para a dinâmica da economia francesa e da economia americana resulta, em boa medida, da capacidade distinta de mobilização da riqueza imobiliária nestes países. Ainda que os ativos imobiliários representem fração maior do patrimônio das famílias francesas (62,1% em 2008) em comparação com as famílias americanas (30,9% em 2008), a incipiência do desenvolvimento de mecanismos financeiros à sua mobilização implica o bloqueio do efeito riqueza gerado pela valorização dos imóveis. As estimativas – para o período 1971-2002 – de Catte *et al.* (2004) apontam para uma propensão a consumir enrijada pela extração hipotecária de 0,2 nos Estados Unidos, sendo estatisticamente insignificante no caso da França. Segundo Chataignault *et al.* (2001), a valorização da riqueza – financeira e imobiliária – das famílias americanas, entre 1995 e 2000,

---

36. Ver, por exemplo, Mistral e Plagnol (2008), Driant (2008) e Lacaze (2007). O leitor deve permanecer atento para o fato de que o debate a respeito da crise habitacional na França (*crise du logement*) não diz respeito à desvalorização dos imóveis residenciais como nos Estados Unidos, mas às dificuldades crescentes de adquirir imóvel por causa da sua valorização.



colaborou em mais de 1,5 ponto percentual (p.p.) para o crescimento do consumo; na França, esta colaboração não chegou a 1 p.p.

Os mecanismos de mobilização dessa riqueza estão sujeitos a condicionantes institucionais (tabela 4). Países em que a parcela de proprietários é elevada e os mercados imobiliários residenciais apresentam custos de transação mais baixos e cujo sistema de financiamento habitacional é mais flexível e com maior capacidade de inovação se mostram em posição mais favorável à mobilização da riqueza imobiliária. A comparação das características destes condicionantes institucionais nos Estados Unidos e na França indica, de fato, maior capacidade das famílias americanas em mobilizar sua riqueza imobiliária.

TABELA 4  
Características do financiamento habitacional nos Estados Unidos e na França

	Estados Unidos	França
Mecanismos de extração hipotecária	Sim	Sim, depois de 2006
Penalidades ao pré-pagamento	Não	Sim, com limites máximos definidos por lei <sup>1</sup>
<i>Loan-to-value</i> típico (%) <sup>2</sup>	80	75
Prazo usual (anos)	30	16
Prazo médio efetivo (anos) <sup>3</sup>	7	12
<i>Covered bonds</i> (% do crédito habitacional) <sup>4</sup>	-	1,6
MBS (% do crédito habitacional) <sup>4</sup>	20,1	1,0
Taxa de proprietários em 1980 (% do parque) <sup>5</sup>	64,2	47,0
Taxa de proprietários em 2003 (% do parque de imóveis) <sup>5</sup>	68,2	56,2
Financiamento habitacional (% do PIB) 1980	52,6	16,9
Financiamento habitacional (% do PIB) 2003	84,2	24,3

Fonte: Fundo Monetário Internacional (FMI, 2004; 2008b) e Bosvieux e Vorms (2003).

Notas: <sup>1</sup> O valor máximo permitido por lei refere-se à soma do pagamento de juros (à taxa média do contrato) durante seis meses sobre o capital reembolsado, desde que não seja superior a 3% do saldo devedor. Em caso de perda ou mudança de emprego, nenhuma penalidade deve ser aplicada pelo credor.

<sup>2</sup> *Loan-to-value* (LTV) representa a parcela do valor do imóvel coberto pelo financiamento habitacional. Nos EUA, é possível, em alguns casos, tomar uma segunda hipoteca (piggyback) de forma a financiar o valor integral do imóvel.

<sup>3</sup> Diz respeito ao prazo médio dos contratos de financiamento habitacional até que sejam renegociados ou saldados antecipadamente.

<sup>4</sup> Valores médios para o período 2003-2006.

<sup>5</sup> Referente ao total dos imóveis ocupados como residências principais.

O primeiro aspecto a sugerir diferentes capacidades de mobilização decorre da proporção mais elevada de famílias proprietárias de imóveis residenciais nos Estados Unidos. Em 2005, a taxa de proprietários na nação americana passava de 69% do parque de residências; na França, chegava apenas a 57%.

A prática de refinanciamento das dívidas é largamente mais difundida nos Estados Unidos. Isto ocorre porque as famílias americanas estão isentas do pagamento de multas compensatórias pelo refinanciamento da maioria dos contratos de financiamento habitacional a taxas de juros fixas – sobretudo no segmento

*prime*.<sup>37</sup> Os riscos de pré-pagamento não são, entretanto, assumidos pelos credores, mas transferidos aos investidores em MBS, que buscam se proteger nos mercados derivativos (LEA, 2010). É comum que, no momento do refinanciamento, o tomador hipoteque a valorização que seu imóvel sofreu desde a época da contratação da hipoteca inicial (*cash-out*). Na França, em contraste, penalidades em caso de pré-pagamento são comuns.<sup>38</sup> A existência dessas penalidades funciona como mecanismo de proteção dos credores. A contratação do financiamento envolve procedimentos administrativos cujos custos podem não ser cobertos no caso de pré-pagamento. Ademais, os credores desenvolvem estratégias de *cross-selling* que pressupõem a existência de relação de longo prazo com o tomador, assegurada pelo financiamento habitacional. Estes fatores contam a favor da exigência de compensações pelos credores em caso de pré-pagamento, reduzindo-se a flexibilidade das famílias francesas em gerir seu passivo.

As principais formas das garantias tomadas pelos credores constituem-se, justamente, em outro fator que distancia a capacidade das famílias americanas e francesas de mobilizar sua riqueza imobiliária. O financiamento habitacional nos Estados Unidos é praticamente sinônimo de crédito hipotecário. Devido a esta característica, a valorização dos imóveis residenciais tende a ampliar a capacidade de endividamento das famílias *ceteris paribus*. Isto ocorre porque, no processo de avaliação de risco da operação de financiamento, os credores levam em consideração suas expectativas sobre a evolução futura do valor das garantias. Se estas expectativas forem favoráveis, podem compensar, em alguma medida, alguns aspectos negativos da situação do tomador – por exemplo, nível de renda e tipo de emprego –, o que resulta na melhor classificação de risco da operação. Na França, ao contrário, os credores privilegiam as condições de renda do tomador em detrimento da tendência de valorização de sua riqueza imobiliária. Este aspecto explica, inclusive, a expansão da *caution*<sup>39</sup> como forma de garantia destes empréstimos. Em 2000, mais de 25% dos contratos firmados foram garantidos por uma *caution*. Segundo Mistral e Plagnol (2008), a partir de 2005, os empréstimos *cautionnés* já superavam, em número, os empréstimos hipotecários concedidos no ano.<sup>40</sup>

37. No caso de hipotecas a taxas de juros variáveis, existem multas de geralmente 3% do saldo devedor – e de, no máximo, 5% –, mas sua aplicação tende a reduzir-se a partir do quinto ano de existência da hipoteca.

38. Existe um valor máximo, definido por lei, referente à soma do pagamento de juros – à taxa média do contrato – durante seis meses sobre o capital reembolsado, desde que não seja superior a 3% do saldo devedor. Em caso de perda ou mudança de emprego ou morte do tomador, nenhuma multa pode ser exigida pelo credor.

39. A *caution* consiste no compromisso assumido por terceiros em saldar a dívida em caso de falência do tomador.

40. Na maioria das vezes, o agente responsável pela *caution* consiste em empresas especializadas na oferta desse tipo de garantia. Estas empresas podem integrar um grupo financeiro (*organismes-maison*), se responsabilizando em garantir exclusivamente as operações do banco controlador, ou podem consistir em agentes independentes (*organismes de place*), que oferecem seus serviços a diversos bancos. No primeiro grupo, encontram-se a Caisse d'Assurances Mutuelles du Crédit Agricole (CAMCA), o Cautionnement Mutuel de l'Habitat du Crédit Mutuel (CMH) e a Socami/SOPACEF dos Banques Populaires (atual Banques Populaires et Caisses d'Épargne – BPCE). No segundo grupo, estão a Société d'Assurance des Crédits des Caisses d'Épargne (SACCEF) e CNP Caution (BAUDE e BOSVIEUX, 2002; STONE e ZISSU, 1994).

Os Estados Unidos contam com diversificação maior de instrumentos de crédito garantidos pelos imóveis residenciais, o que reflete a importância das inovações financeiras para a concorrência dos agentes financeiros nesse país. Na França, o surgimento de contratos de crédito hipotecário, que tomam como garantia ativo imobiliário (residência principal), mas que não têm o propósito exclusivo de financiar a aquisição de um imóvel (*hypothèques rechargeables*), ocorreu só em 2006 por iniciativa do governo.<sup>41</sup> Nos Estados Unidos, este tipo de contrato, conhecido como *home equity lending*,<sup>42</sup> surgiu em meados dos anos 1980 e ganhou importância a partir do final dos anos 1990. Entre 1990 e 2006, este tipo de crédito teve seu estoque ampliado de 3,7% do PIB para 8% do PIB. De acordo com o Federal Reserve Board, o estoque de *home equity lendings* chegou a representar, entre 2006 e 2008, mais de 10% do estoque total de hipotecas e mais de 40% do crédito ao consumo. Entre os atrativos deste tipo de crédito, estão, do ponto de vista do tomador, a exigência de nível mais baixo de taxas de juros em relação às outras formas de crédito ao consumo, devido à existência de garantias reais, e a possibilidade de dedução no imposto de renda do montante de juros pagos, o que os torna preferíveis a outros tipos de dívida. As instituições credoras (os bancos comerciais detinham 60% dos estoques em 2005) também demonstraram interesse na ampliação da oferta de recursos por meio de *home equity lendings*. A predominância de taxas flexíveis de juros e os imóveis como garantia facilitam a gestão de riscos (ANGELL, 2004). Com o desenvolvimento deste tipo de crédito, o volume de hipotecas residenciais contratadas em determinado período se descola, em alguma medida, das estratégias das famílias de investimento em ativos imobiliário.

### 3.2 O financiamento da ascensão à propriedade: *the rise and fall of the subprime market*

No regime *finance-led*, o efeito riqueza torna-se, então, fator importante de dinamismo econômico, como ilustra a recuperação americana de 2001 (AGLIETTA, 2004). Dado que o desenvolvimento de um efeito riqueza a partir do parque de imóveis residenciais é influenciado pelo número de famílias proprietárias, voltam a ganhar projeção, então, na agenda dos governos, as estratégias para ampliar o número de proprietários. Nos Estados Unidos, estas estratégias se associaram à redução da disparidade do acesso ao crédito entre os grupos sociais.

41. No caso francês, as *hypothèques rechargeables* estão à disposição apenas das famílias em ascensão à propriedade – isto é, àquelas cujo imóvel a título de residência principal ainda funciona como garantia de dívida hipotecária. A legislação francesa limita o montante de recursos tomado sob *hypothèque rechargeable* à soma já reembolsadas referente à primeira hipoteca. Em outros termos, a soma entre a *hypothèque rechargeable* e a parcela ainda não reembolsada da primeira hipoteca não poderá ultrapassar o valor inicial da primeira hipoteca. Este aspecto confere às famílias francesas menor capacidade de mobilização de recursos em comparação com as famílias americanas, mas reduz, ao mesmo tempo, as possibilidades de ocorrência de superendividamento (ANIL, 2006).

42. Os *home equity lending* podem assumir duas formas: *home equity lines of credit* (HELOC) ou *home equity loans* (HEL), cuja principal diferença está no fato de que a liberação dos recursos sob o primeiro tipo não está condicionada à vinculação de finalidade específica, enquanto os HEL são direcionados sobretudo ao financiamento de melhorias nos imóveis.

As comunidades compostas majoritariamente por grupos étnicos de afro-americanos e hispano-americanos ou nipo-americanos são marcadas pela baixa oferta de serviços financeiros (*redline areas*). Com o objetivo de reduzir esta disparidade e, ao mesmo tempo, incentivar o acesso à propriedade residencial aos segmentos menos favorecidos da sociedade, o Community Reinvestment Act (CRA) (1977) foi reformado, em 1995, de maneira a simplificar processos de avaliação, que passam a priorizar o desempenho das instituições nas áreas desprovidas de serviços financeiros. Além disso, a administração Bill Clinton reforçou o cumprimento das disposições do CRA, tomando-o como condição necessária para a aprovação de F&A. Este aspecto foi relevante devido ao grande número destas operações a partir de meados da década de 1990, com a aprovação do Riegle-Neal Interstate Banking Act, em 1994, e do Gramm-Leach-Bliley Act, em 1999, que autorizaram a formação de conglomerados financeiros diversificados e de extensão nacional (BERNANKE, 2007b).

A expansão do sistema de financiamento habitacional americano em direção dos grupos sociais até então excluídos em função dos elevados riscos a estes associados – isto é, a criação de segmento *subprime* do financiamento habitacional – está, assim, imersa nesse contexto de busca pela ampliação da propriedade residencial. Ainda que tenha assumido participação relevante na geração de hipotecas apenas nos anos 2000, o segmento *subprime* começou a se desenvolver já na década de 1990. Diferentes fatores associaram-se de forma a viabilizar o desenvolvimento deste segmento.

A securitização e o avanço das tecnologias de informação nos mecanismos de avaliação de risco (*credit scoring*) abriram caminho para o retorno dos bancos às áreas sujeitas a *redlining practices*, ampliando a concorrência com agentes financeiros não bancários que havia ocupado o vácuo deixado pelos bancos nestas áreas. O desmonte das barreiras geográficas e funcionais realizado na segunda metade dos anos 1990 (Niegle-Neal Interstate Act e Gramm-Leach-Bliley Act), associado ao reforço do cumprimento do CRA para aprovação de F&A, levou os bancos a firmarem acordos ou a adquirirem seus concorrentes não bancários<sup>43</sup> nestas regiões, desenvolvendo operações de crédito sob o modelo *originate-to-distribute*. Dimsky, Hernandez e Mohanty (2011) explicam este movimento de ganho de importância dos mercados *subprime* para os bancos:

O fechamento de filiais bancárias em regiões onde predominavam minorias étnicas e sociais implicou grandes bolsões de famílias desprovidas de serviços financeiros. Os bancos possuíam uma pequena participação desses mercados – apenas 3% do mercado de remessas de 2000 (OROZCO, 2004) –,

43. Operações realizadas por filiais não bancárias (que não estão sujeitas ao CRA) de *holdings* passaram a ser consideradas na avaliação referente ao CRA das filiais bancárias, caso as matrizes assim desejassem (BERNANKE, 2007b).

que foram, entretanto, crescendo exponencialmente – sobretudo, operações com cartões de débito, transferências, ordens bancárias, em um primeiro momento. A falta de participação dos bancos nesses mercados *fringe banking*,<sup>44</sup> de crescimento acelerado provocou, na verdade, um estímulo competitivo ulterior: os bancos tiveram de disputar mercado com instituições não bancárias para prover dinheiro e serviços de crédito aos clientes dessas áreas. Incentivo adicional levou os bancos a competir indiretamente pelos negócios de *fringe banking*. Como os estabelecimentos não bancários de desconto de cheques começaram a oferecer crédito a seus clientes, especialmente por meio de empréstimos de antecipação de pagamento salarial e de reembolso de impostos, eles tiveram de encontrar fontes de *funding* em substituição aos seus recursos de tesouraria. Eles fizeram, então, conexões com os bancos, às vezes por meio de suas corporações controladoras, de forma a gerar regularidade no acesso a recursos financeiros. Assim, esses estabelecimentos de desconto de cheques passaram crescentemente a operar como franquias e subsidiárias de grandes bancos – uma vez que os bancos compraram suas corporações controladoras” (DIMSKY, HERNANDEZ e MOHANTY, 2011, p. 19, tradução nossa).

Apesar do registro de ocorrência de práticas predatórias nas operações *subprime*, o desenvolvimento deste segmento foi visto pelas autoridades como positivo por permitir que maior número de famílias pudesse beneficiar-se da valorização dos ativos imobiliários (BRAUNSTEIN, 2007).

O crescimento da participação de contratos não tradicionais, em que geralmente estavam presentes *balloon payments*,<sup>45</sup> assim como a maior possibilidade de ampliar a relação *loan-to-value* – por meio de *piggybacks* – marcaram o desenvolvimento do sistema de financiamento residencial nos Estados Unidos após 2001, expandindo os riscos implícitos do financiamento habitacional às famílias. Tanto as instituições credoras como os tomadores esperavam, ao contratar hipotecas com estas características, que a tendência de valorização do imóvel se mantivesse ou que as taxas de juros futuras fossem reduzidas, de maneira que pudessem refinar as hipotecas em condições favoráveis. Conforme já mencionado, uma das características do financiamento habitacional nos Estados Unidos é a flexibilidade da mudança dos termos do contrato. De modo diferente do segmento *prime*, esta característica, entretanto, se apresentava de maneira limitada aos tomadores *subprime*. Em função do maior risco de pré-pagamento destas operações, os contratos *subprime* costumavam contar com penalidades ao pré-pagamento. Em troca, muito credores ofereciam redução nas taxas de juros cobradas.

44. *Fringe banking* diz respeito a serviços financeiros de varejo fornecidos por instituições não financeiras. É o caso, por exemplo, do recebimento de contas, desconto de cheques, pequenos empréstimos etc. realizados por estabelecimentos comerciais de varejo (supermercados, lojas de departamento etc.).

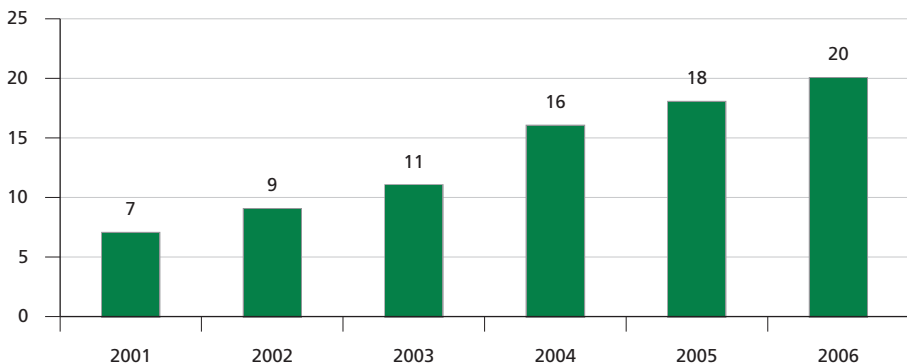
45. O reembolso dos contratos associados a *balloon payments* ocorre em duas fases: na primeira destas, as taxas de juros aplicadas são reduzidas e nenhuma amortização do principal é feita; na segunda fase, as taxas de juros sofrem elevação e inicia-se o pagamento do principal. Nos Estados Unidos, na passagem da primeira para a segunda fase, as taxas de juros foram elevadas de 2% a 3% ao ano (a.a.) para cerca de 10% a 15% a.a.

Entretanto, o pré-pagamento estava, geralmente, sujeito a penalidades somente nos primeiros anos de existência do contrato, não implicando, assim, barreiras ao refinanciamento da dívida à ocasião do *balloon payment* (O'NEILL, 2005).

Além da possibilidade de refinanciamento do contrato, outra característica institucional colaborava para que as famílias aceitassem tomar um financiamento por meio desses contratos não tradicionais: os recursos jurídicos referentes à declaração de falência pessoal nos Estados Unidos permitem não apenas o reescalonamento dos reembolsos devidos (capítulo 13), mas também a completa anulação da dívida por meio da transferência de propriedade da garantia – no caso, o imóvel residencial (capítulo 7).

Devido ao caráter *originate-to-distribute* do financiamento habitacional nos Estados Unidos, a expansão do segmento *subprime* só foi possível com o desenvolvimento de instrumentos de securitização dessas carteiras. As operações deste segmento não são elegíveis nem à garantia pública concedida pela FHA/VA nem à securitização pelas GSEs por não respeitarem os parâmetros exigidos por estas instituições. Agentes privados, contudo, responsabilizaram-se pela transformação destas carteiras de crédito em títulos. Os grandes bancos americanos desempenharam papel importante na construção da pirâmide de crédito, que contou com a securitização de hipotecas já securitizadas por meio de CDO emitidos por *structured investment vehicles* (SIV) e garantidos pelos bancos mediante linhas de crédito ou acordos de recompra (EICHENGREEN, 2008; GUTTMANN, 2008) (gráfico 2).

GRÁFICO 2  
Participação das hipotecas *subprime* no total das hipotecas securitizadas (2001-2006) – Estados Unidos  
(Em %)



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

Diante de conjuntura de baixas taxas de juros, a concorrência entre os agentes financeiros reforçava a busca por ativos de maior rentabilidade e incentivava sua criatividade. O mercado de CDO, alimentado pelas elevadas margens das hipotecas *subprime*, vinha ao encontro destes anseios. Se, até então, os mercados secundários de hipotecas e a securitização destes créditos eram vistos como um meio de permitir a expansão do financiamento habitacional às famílias, o período 2004-2008 sugere inversão de papéis: o volume de hipotecas *subprime* deveria expandir-se para possibilitar a emissão de *securities* (MBS e CDO) demandadas pelos investidores nos mercados de capitais e o crescimento dos negócios dos bancos de investimento.

Uma das tendências que indicava essa inversão de papéis foi o progressivo avanço dos bancos de investimento sobre os bancos hipotecários. Com o acirramento da concorrência entre os bancos de investimento, tornava-se cada vez mais estratégico o controle sobre a geração das hipotecas de maneira a garantir racionamento de custos – principalmente por meio de investimentos em tecnologia – e melhor compreender o comportamento dos tomadores, permitindo, assim, melhor estruturar o perfil de risco das *securities* emitidas de acordo com a demanda dos investidores financeiros. Ao controlar os processos do início da cadeia de geração das hipotecas *subprime*, as *holdings* bancárias aumentavam a possibilidade de elevação de suas margens de lucro com a emissão de *securities* (MCGARITY, 2006).

O Lehman Brothers foi um dos primeiros bancos de investimento a assumir participações em bancos hipotecários: adquiriu parte do capital da Aurora Loan Services, em 1998, cuja participação foi ampliada para 100%, em 2003, e, entre 2000 e 2005, assumiu o controle da BNC Mortgage. Outros importantes bancos seguiram este caminho: Bears Stearns & Co. (EMC Mortgage, em 2006), Morgan Stanley (Saxon Capital e HomEq Servicing, em 2006), Merrill Lynch & Co. (First Franklin, em 2006), Deutch Bank (Berkshire Mortgage Finance, em 2004; Chapel Funding LLC, em 2006 – posteriormente renomeada de DB Home Lending).<sup>46</sup> Ainda que em menor magnitude, um movimento em direção oposta também ocorreu: instituições de financiamento habitacional com expressivo volume de operações no segmento *subprime* também criaram filiais para estas próprias securitizarem suas carteiras. Foi o caso da Countrywide, um dos maiores geradores de hipotecas *subprime*, que criou a Countrywide Capital Markets (MCGARITY, 2006).

As próprias GSEs também colaboraram para a expansão do mercado secundário para hipotecas *subprime*. Ainda que Fannie Mae e Freddie Mac não participassem da securitização destas hipotecas, estas foram autorizadas a

---

46. Esses exemplos não têm o objetivo de serem exaustivos.

investir neste mercado. Desde 1992, com o Federal Enterprises and Financial Safety and Soundness Act, as GSEs estão obrigadas a cumprir metas estabelecidas pelo Department of Housing and Urban Development (HUD) em relação ao suporte do financiamento habitacional de famílias de baixa renda (*affordable-housing goals*). Assim, o HUD passou a definir anualmente a parcela dos investimentos de portfólio das GSEs que deveria contemplar créditos tomados por famílias de renda moderada (cuja renda está abaixo da média da região de origem do tomador), de renda baixa (cuja renda se encontra abaixo de 60% da renda média da região de origem do tomador) ou, então, residentes de áreas consideradas desprovidas de crédito (compostas majoritariamente de minorias étnicas ou população de baixa renda, as *redline areas*). Premidas pela exigência de rentabilidade de seus acionistas e pela perda de *market share* em benefício de securitizadores privados, as GSEs tornaram-se, então, grandes investidores em hipotecas *subprime* e *securities* destas originados (geralmente, as *tranches* menos arriscadas dos CDO). Estes investimentos permitiam que estas cumprissem ao mesmo tempo duas exigências diferentes: um maior desempenho social e a elevação da rentabilidade. O caráter ambíguo (público/privado) das GSEs lhes garantia a manutenção de baixo custo do financiamento da aquisição destes ativos mais arriscados (CBO, 2010).

Assim como os Estados Unidos, a França também verificou forte crescimento das operações de financiamento habitacional nos anos 2000. Enquanto o estoque de hipotecas americanas salta de 61% do PIB (US\$ 5,1 trilhões) em 2007 para 103% do PIB (US\$ 14,5 trilhões) em 2007, o saldo do financiamento habitacional às famílias francesas, enquanto porcentagem do PIB, praticamente dobra entre 2001 e 2010, passando de 21,7% (€ 324,6 bilhões) para 41,2% (€ 796,6 bilhões). Ainda que o principal responsável por esta evolução tenha sido as operações de financiamento livre – isto é, cujas condições do crédito não são definidas pelo Estado –, a França não viu desenvolver-se segmento *subprime* sequer semelhante ao americano. Condicionado pelas operações realizadas pelos bancos, o crescimento do financiamento habitacional deu-se, sobretudo, por meio da redução das taxas de juros dos empréstimos – influenciada pela redução da taxa básica de juros – e pelo alongamento dos prazos (em média, de 15,9 anos, em 1990, para 18,2 anos, em 2007), e menos pela introdução de inovações financeiras.

Diferentes fatores combinaram-se, criando bloqueio ao desenvolvimento de um segmento *subprime* na França. Em primeiro lugar, a introdução de inovações financeiras consiste em mecanismo limitado de concorrência. Em segundo lugar, o financiamento habitacional na França é essencialmente “concedido à pessoa” – isto é, as condições de renda e emprego do tomador



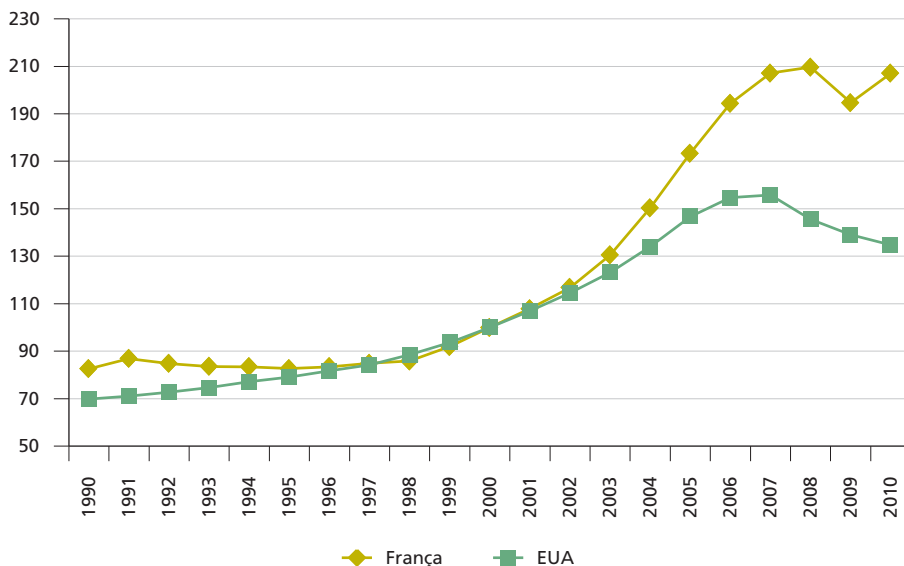
são mais importantes que a evolução do preço do ativo tomado como garantia no processo de avaliação de risco feita pelo credor. A expansão do crédito *cautionné*, capitaneada pelos bancos, veio, assim, reforçar este aspecto. Contratos exóticos – como aqueles introduzidos nos Estados Unidos, cujo reembolso está fortemente relacionado à valorização da garantia – têm, dessa maneira, baixa probabilidade de reproduzirem-se na França. Um terceiro fator associa-se a este segundo de forma a dificultar o avanço da tomada de risco: por se tratar de sistema *originate-to-hold*, a transferência de riscos por meio da securitização das carteiras de crédito é relativamente limitada. Boa parte dos riscos das operações permanece, então, retida nos balanços dos credores. Para se protegerem dos riscos de pré-pagamento, é usual que estes credores imponham multas ao adiantamento do pagamento das dívidas, reduzindo a flexibilidade de refinanciamento dos contratos, o que consistiu em característica importante para o avanço do segmento *subprime* nos Estados Unidos.

Ademais, o tratamento do superendividamento na França tem caráter preventivo, o que implica o acompanhamento periódico do comprometimento da renda das famílias com o pagamento de dívidas e a censura de contratos ou práticas que possam elevar este comprometimento a patamares superiores ao considerado aceitável. Nesta direção, a conservação de uma lei de usura coíbe a multiplicação de práticas predatórias nos mercados de crédito, práticas estas que acompanharam o surgimento do segmento *subprime* das hipotecas americanas (NIEMI-KIESILÄINEN, 1999; GERHARDT, 2009).

A queda das taxas de juros, a ampliação dos prazos e a introdução de inovações financeiras somaram-se para expandir o financiamento habitacional nos Estados Unidos e na França. Este movimento guarda relações estreitas com a valorização dos imóveis residenciais destes países. O maior acesso ao crédito estimula as famílias não proprietárias a ascenderem à propriedade residencial e as famílias já proprietárias a trocarem suas residências por imóveis melhores – quanto à localização, ao conforto e ao espaço – ou, então, a adquirirem uma segunda residência, apresentando, inclusive, componente especulativo. Diante de oferta relativamente rígida de novos imóveis, este crescimento da demanda enseja elevação dos preços nos mercados imobiliários. Em contrapartida, a valorização dos imóveis exige ampliação do crédito, mantido o *loan-to-value* usual dos contratos de financiamento. Esta dinâmica autorreforçante entre o crédito e a valorização dos imóveis encontra seu limite no ritmo de crescimento da renda das famílias. As inovações financeiras e a ampliação dos prazos dos empréstimos vêm relativizar esta limitação, acomodando o pagamento mensal de juros e principal ao orçamento familiar. A trajetória ascendente do crédito e do preço dos imóveis pode, então, manter-se por mais tempo (gráfico 3).

GRÁFICO 3

**Valorização dos imóveis residenciais nos Estados Unidos e na França (1990-2010)**  
(Em número índice: 100 = 2.000)



Fonte: Institut National de la Statistique et des Études Économiques e S&P/Case-Shiller National Index.

Elaboração: Conseil Général de l'Environnement et du Développement Durable. Séries disponíveis em: <[http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/rubrique.php3?id\\_rubrique=138](http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/rubrique.php3?id_rubrique=138)>.

Se é certo que essa dinâmica favorece as famílias proprietárias, ao ampliar sua riqueza e sua capacidade de endividamento – e, por consequência, sua capacidade de consumo –, isto não pode ser dito daquelas que buscam adquirir seu primeiro imóvel. Diante da escalada de preço dos imóveis, a ascensão à propriedade exige das famílias comprometimento cada vez maior de sua renda e/ou crescente exposição a riscos em função das características dos contratos resultantes de inovações financeiras. De acordo com Briant (2010), a “taxa de esforço”<sup>47</sup> das famílias francesas na aquisição de imóvel residencial elevou-se na comparação entre os períodos 1997-2001 e 2002-2006 em todas as faixas de renda, mas especialmente nas famílias de renda mais baixa. A compra de um imóvel pelas famílias não proprietárias também se tornou mais difícil em comparação às famílias já proprietárias (tabela 5). No caso dos Estados Unidos, o índice de *affordability* calculado pela National Association of Home Builders, o Housing Opportunity Index (HOI), também sugere maiores dificuldades para a ascensão à propriedade. Em 2001, 61% dos imóveis vendidos poderiam ser comprados por famílias que obtivessem renda igual à renda média nacional. Em 2005, apenas 41% dos imóveis vendidos poderiam ser comprados por estas famílias.

47. A taxa de esforço líquida consiste na parte da renda corrente das famílias comprometida com o reembolso do empréstimo, deduzidas as transferências do Estado.

TABELA 5  
**Dados sobre a aquisição de imóveis residenciais pela família a título de residência principal – França (1997-2001 e 2002-2006)**

	Período	Preço do imóvel/ renda (anos)	Empréstimo/renda (anos)	Taxa de esforço líquido <sup>1</sup>	
Segundo a distribuição de renda	1 <sup>a</sup> quartil	1997-2001	4,8	3,4	23,3
		2002-2006	7,2	5,3	33,3
	2 <sup>a</sup> quartil	1997-2001	3,7	2,7	21,9
		2002-2006	4,8	3,3	24,5
	3 <sup>a</sup> quartil	1997-2001	3,3	2,3	20,9
		2002-2006	4,4	3,1	23,8
	4 <sup>a</sup> quartil	1997-2001	2,8	1,7	17,0
		2002-2006	3,9	2,4	19,9
Tipo de acesso	Aquisição do primeiro imóvel	1997-2001	3,0	2,2	19,4
		2002-2006	3,8	3,0	22,9
	Outros	1997-2001	3,3	1,9	18,1
		2002-2006	4,7	2,6	20,6
<b>Total</b>	<b>1997-2001</b>	<b>3,1</b>	<b>2,1</b>	<b>18,9</b>	
	<b>2002-2006</b>	<b>4,2</b>	<b>2,8</b>	<b>21,9</b>	

Fonte: Institut National de la Statistique et des Études Économiques (INSEE), *apud* Briant (2010).

Nota: <sup>1</sup> A taxa de esforço líquido consiste na parte da renda corrente das famílias comprometida com o reembolso do empréstimo, deduzidas as transferências do Estado.

Além disso, a capacidade das inovações introduzidas nos contratos de financiamento habitacional nos Estados Unidos de promover a ascensão à propriedade mostrou-se limitada com a inversão da fase altista do ciclo de preço dos imóveis. O segmento *subprime*, cuja expansão se apoiou nestes novos contratos, apresentou taxas de execução hipotecária expressivamente superiores aos demais segmentos do mercado.<sup>48</sup>

#### 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

No regime *finance-led*, as decisões de consumo das famílias sofrem importante influência dos ciclos de preço de ativos por meio do efeito riqueza. A valorização imobiliária, que se intensificou a partir do início dos anos 2000, permitiu, em algumas economias, compensar os efeitos negativos da deflação dos mercados acionários (2000-2001) sobre o ritmo de crescimento do consumo e do produto interno. A operação do efeito riqueza a partir da riqueza imobiliária exige, entretanto, instrumentos financeiros e arranjos institucionais que viabilizem a “mobilização” desta riqueza – ou seja, a transformação da valorização imobiliária

48. Segundo a Mortgage Bankers Association, a taxa de execução do segmento *subprime* era 8 vezes superior à taxa de execução segmento *prime*.

em poder de compra das famílias. Como a análise dos Estados Unidos e da França sugere, diferenças nacionais importantes ainda perduram, a despeito de ambas apresentarem regime de crescimento do tipo *finance-led*. As famílias americanas mostram-se em posição mais favorável que as famílias francesas à mobilização da sua riqueza cristalizada sob a forma de imóvel residencial.

Em contrapartida, em ambos os países, a valorização dos imóveis residenciais favorece as famílias proprietárias e dificulta a ascensão à residência própria pelas famílias não proprietárias. Na França, este conflito tende a elevar as pressões sobre os mecanismos de ajuda do Estado à moradia e à aquisição do primeiro imóvel.<sup>49</sup> Nos Estados Unidos, foi o desenvolvimento do segmento *subprime*, apoiado nas inovações financeiras, que flexibilizou as barreiras à aquisição de residências pelas parcelas mais fragilizadas da população americana, a despeito do acúmulo crescente de riscos no sistema. A partir de 2007, a crise das hipotecas *subprime* explicitou a insustentabilidade desta trajetória. O funcionamento do sistema americano a partir da securitização das hipotecas residenciais estabeleceu as vias por meio das quais a crise de um segmento relativamente restrito do financiamento habitacional se propagou pelo sistema financeiro internacional, comprometendo instituições financeiras de inúmeros países.<sup>50</sup>

O sentido das mudanças do financiamento habitacional, introduzidas pelo capítulo XIV do Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act de 2010, refletiu a interpretação oficial da natureza da crise: a lei busca, sobretudo, restringir fraudes e práticas predatórias, ampliar a transparência e promover a educação financeira junto às famílias.<sup>51</sup> A lei estabeleceu que os credores devem exigir todos os documentos necessários à geração da hipoteca e as análises de risco devem priorizar o fluxo de renda dos tomadores, e não o valor futuro das garantias, e que, no caso de contratos não tradicionais (*balloon payments*), a avaliação de risco deve levar em conta a capacidade de pagamento do tomador ao longo da existência de todo o contrato. Impôs ainda restrições à cobrança de penalidades ao pré-pagamento e à magnitude do aumento das taxas de juros dos contratos que preveem *balloon payments*. Algumas das principais características do sistema de financiamento habitacional americano foram, entretanto, conservadas: os estreitos laços com os mercados de capitais, a centralidade das operações de securitização para o funcionamento do sistema e as inovações financeiras introduzidas nos últimos anos.

---

49. É importante ressaltar que os preços dos imóveis residenciais na França voltaram a crescer em 2010, compensando a queda de 9% observada entre meados de 2008 e 2009. Na média de 2010, os preços dos imóveis já existentes (índice INSEE-Notaires) cresceram 6,3% para o total da França e 10,5% em Paris. No primeiro semestre de 2011, os preços continuaram acelerando. Na média, 12 meses, a alta chegou a 7,7% no final do semestre para a França, 13,5% para Paris e 4,6% para o restante do país.

50. A respeito das causas da crise das hipotecas *subprime* e do contágio de outros mercados financeiros, ver, por exemplo, WRAY (2005), GUTTMANN (2008), EICHENGREEN (2008) e CINTRÁ e FARHI (2009).

51. Para análise crítica dessa lei, ver o artigo de Jan Kregel nesta publicação.

Na ausência de recuperação dos mercados imobiliários<sup>52</sup> e de mercados financeiros deprimidos frente às incertezas impostas pelos desdobramentos da crise *subprime*, a interação entre os preços de ativos, o crédito e as decisões de gasto, que foi positiva ao dinamismo das economias americanas e mundial sob o regime *finance-led*, passa a funcionar no sentido inverso. Um “efeito pobreza” substitui, então, o efeito riqueza verificado nos anos 1990 e 2000. A difícil gestão da dívida das famílias diante da elevação dos índices de desemprego, de perspectivas desfavoráveis quanto à evolução de sua renda, da desvalorização de seus ativos e do endurecimento das condições de crédito traduz-se em redução de seus gastos e na disseminação de expectativas pessimistas em relação ao futuro, comprometendo a recuperação da economia global.

## REFERÊNCIAS

AGLIETTA, M. **Régulation et crises du capitalisme**. (1976). 3. ed. Paris: Odile Jacob, 1997.

\_\_\_\_\_. Le Capitalisme de demain. Notes de la fondation Saint-Simon, n. 101. (1998). In: CORIAT, B.; PETIT, P.; SCHMÉDER, G. (Org.). **The hardship of nations**. United States: Edward Elgar, 2006, p. 9-35.

\_\_\_\_\_. **Macroeconomia financeira**. São Paulo: Loyola, 2004. v. 1-2.

ALBERT, M. **Capitalisme contre capitalisme**. Paris: Seuil, 1991.

AMABLE, B. **Les cinq capitalismes**. Paris: Seuil, 2005.

AMABLE, B.; PETIT, P. La diversité des systèmes sociaux d'innovation et de production dans les années 1990. In: TOUFFUT, J. P. (Org.). **Institutions et innovation: dela recherche aux systèmes sociaux d'innovation**. Paris: Albin Michel, 2002.

AMABLE B.; BARRE, R.; BOYER, R. **Les systèmes d'innovation à l'ère de la globalisation**. Paris: Economica, 1997.

ANDRÉ, C. **A bird's eye view of OECD housing markets**. Paris: OECD Economics Department, Jan. 2010. (Working Paper, n. 746).

ANGELL, C. Home Equity Lending: growth and innovation alter the risk profile. **FDIC Outlook**, Winter 2004.

ANIL – AGENCE NATIONALE POUR L'INFORMATION SUR LE LOGEMENT. Prêt viager hypothécaire et hypothèque rechargeable: ne pas confondre les risques. **Habitat Actualité**, n. 98, sept. 2006. Disponível em: <<http://www.anil.org/fileadmin/ANIL/publications/Etudes/8496.pdf>>.

52. Nos dois primeiros trimestres de 2011, os preços dos imóveis nos Estados Unidos (U.S. S&P/Case-Shiller Home Price Index) continuaram a ter queda, que foi de 5,4% para a comparação do primeiro semestre de 2011 com o mesmo período de 2010.

BAUDE, E.; BOSVIEUX, J. Hypothèque ou caution: l'exception française. **Habitat Actualité**, déc. 2002. Etude ANIL.

BCE – BANCO CENTRAL EUROPEU. **Housing finance in the Euro area**. Occasional mars. 2009. (Paper Series, n. 101).

BELLUZZO, L. G.; COUTINHO, L. Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 11, 1996.

BENITO, A.; POWER, J. Housing equity and consumption: insights from survey of english housing. **Bank of England Quarterly Bulletin**, Autumn 2004. Disponível em: <<http://www.bankofengland.co.uk/publications/workingpapers/index.htm>>.

BERNANKE, B. S. **Housing, housing finance and monetary policy**. In: KANSAS CITY ECONOMIC SYMPOSIUM, WYOMING, 31 Aug. 2007a. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov>>.

\_\_\_\_\_. **The community reinvestment act: its evolution and new challenges**. Washington: Community Affairs Research Conference. Mar. 2007b. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov>>.

BLECKNER, D. Section 106 of the secondary mortgage market enhancement act of 1984 and the need for overriding state legislation. **Fordham Urban Law Journal**, v. 13, n. 3, 1984.

BOSVIEUX, J.; VORMS, B. Making Globalization work for the least developed countries. In: DOLING, J.; FORD, J. **Globalisation and home-ownership**. Lansdale: Delft University Press, 2003.

BOURDIN, J. M. **Rapport d'information au nom de la delegation du Sénat pour la planification sur l'accès des ménages au credit en France**. France: Sénat, 2006.

BOURDIN, J. M.; SAILLARD, Y. (Org.). **Théorie de la régulation: l'état des savoirs**. Paris: La Découverte, 2002.

BOYER, R. **La théorie de la régulation: une analyse critique**. Paris: La Découverte, 1986.

\_\_\_\_\_. Essor et crise d'une variante étatique du fordisme: le capitalisme français à la croisée des chemins. **CEPREMAP**, n. 9.515, déc. 1995.

\_\_\_\_\_. Is a finance-led growth regime a viable alternative to fordism? A preliminary analysis? **Economy and Society**, v. 29, n. 1, p. 111-145, 2000.

\_\_\_\_\_. **Théorie de la régulation: les fondamentaux**. Paris: La Decouverte, 2004.

\_\_\_\_\_. Variété du capitalisme et théorie de la régulation. **L'année de la régulation: économie, institutions, pouvoir**, n. 6, 2002.

\_\_\_\_\_. Feu le régime d'accumulation tiré par la finance: la crise des subprimes en perspective historique. **Revue de la régulation**, n. 5, 2009.

BRAGA, J. C. S.; CINTRA, M. A. M. Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. In: FIORI, J. L. (Org.). **O poder americano**. Petrópolis: Vozes, 2004.

BRAUNSTEIN, S. **Subprime mortgages**. Washington, Mar. 2007. Testemunho diante do Subcommittee on Financial Institutions and Consumer Credit, Committee on Financial Services

BRIANT, P. Les inégalités face au coût du logement se sont creusées entre 1996 et 2006. **France: Portrait Social**, Paris, 2010. Disponível em: <[http://www.insee.fr/fr/themes/document.asp?reg\\_id=0&ref\\_id=FPORSOC10H](http://www.insee.fr/fr/themes/document.asp?reg_id=0&ref_id=FPORSOC10H)>.

CAGNIN, R. F. **O mercado imobiliário e a recuperação americana após 2002**. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Economia da UNICAMP, Campinas, 2007.

\_\_\_\_\_. Inovações financeiras e institucionais do sistema de financiamento residencial americano. **Revista de Economia Política**, v. 29, n. 3, p. 115, jul./set. 2009a.

\_\_\_\_\_. O ciclo dos imóveis e o crescimento econômico nos Estados Unidos 2002-2008. **Estudos Avançados**, v. 23, n. 66, maio/ago. 2009b.

CARRUTHERS, B.; HALLIDAY, T. **Rescuing business: the making of corporate bankruptcy law in England and the United States**. Oxford: Oxford University Press, 1998.

CASTLES, F. G. The really big trade-off: home ownership and the welfare state in the new world and the old. **Acta Politica**, v. 33, p. 5-19, 1998.

CASTLES, F. G.; FERRERA, M. Home ownership and the welfare state: is Southern Europe different? **South European Society & Politics**, v. 1, n. 2, p. 163-185, 1996.

CATTE, P. *et al.* **Housing markets, wealth and business cycle**. Paris: OECD Economics Department, Dec. 2004. (Working Papers, n. 394).

CBO – CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE. **Fannie Mae, Freddie Mac, and the federal role in the secondary mortgage market**. Washington: CBO, Dec. 2010. Disponível em: <<http://www.cbo.gov/ftpdocs/120xx/doc12032/12-23-FannieFreddie.pdf>>.

CHATAIGNAULT, C. **L'effet richesse en France et aux États-Unis**. Paris: INSEE, déc. 2001.

CINTRA, M. A. M.; CAGNIN, R. F. Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas. **Econômica**, v. 9, n. 2, p. 296-338, dez. 2007a.

\_\_\_\_\_. Euforia e pessimismo: os ciclos de ativos, de crédito e de investimento da economia americana, após 1982. **Novos Estudos**, São Paulo, v. 79, p. 23-44, 2007b.

CINTRA, M. A. M.; FARHI, M. The financial crisis and the global shadow banking system. **Revue de la Régulation**, n. 5, 2009. Disponível em: <<http://regulation.revues.org/index7473.html>>.

CLÉVENOT, M. **Financiarisation, régime d'accumulation et mode de régulation**: peut on appliquer le modèle américain à l'économie française? 2006. Tese (Doutorado) – Université de Paris 13 Villetaneuse, Paris, 2006.

COLTON, K. W. **Housing finance in the United States**: the transformation of the U.S. Housing Finance System. Cambridge: Joint Center for Housing Studies; Harvard University, July 2002.

CORIAT, B. France: un fordisme brisé et sans successeur. *In*: BOYER, R.; SAILLARD, Y. (Org.). **Théorie de la régulation**: l'état des savoirs. Paris: La Découverte, 2002.

\_\_\_\_\_. L'installation de la finance en France: genèse, formes spécifiques et impacts sur l'industrie. **Revue de la régulation**, v. 3, n. 4, 2008.

CROTTY, J. **Trading state-led prosperity for market-led stagnation**: from the golden age to global neoliberalism. Massachusetts: Department of Economics; University Massachusetts; Amherst, 2000. Disponível em: <[http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/published\\_study/PS7.pdf](http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/published_study/PS7.pdf)>.

DIAMOND, D. B.; LEA, M. J. The decline of special circuits in developed country housing finance. **Housing Policy Debate**, v. 3, n. 3, p. 747-777, 1992.

DIMSKY, G.; HERNANDEZ, J.; MOHANTY, L. **Race, power and the sub-prime foreclosure crisis**: a mesoanalysis. California: Levy Economics Institute, 2011. (Working Paper, n. 669).

DOLING, J.; FORD, J. Globalisation and home ownership: experiences in eight member states of the European Union. **Housing and Urban Policy Studies**, n. 21, 2003.

DUMÉNIL, G.; LÉVY, D. Neoliberal income trends: wealth, class and ownership in the USA. **New Left Review**, n. 30, Nov./Dec. 2004.

DRIANT, J. C. Politique de l'habitat et crise du logement. **Problèmes Politiques et Sociaux**, n. 944, janv. 2008.

\_\_\_\_\_. **Les politiques du logement en France**. Paris: La Documentation Française, 2009.



DUNCAN, D. The Current status of the US mortgage market. **Housing Finance International**, v. 16, n. 1, 2001.

EICHENGREEN, B. Dix questions à propos de la crise de prêts subprime. **Révue de la Stabilité Financière**, n. 11, févr. 2008.

FLORIDA, R.; JONAS, A. US Urban Policy: the postwar state and capitalist regulation. **Antipode**, v. 4, n. 23, p. 349-384, 1991.

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **World economic outlook**. Washington, Sept. 2004.

\_\_\_\_\_. **Global financial stability report**. Washington, Apr. 2008a.

\_\_\_\_\_. **World economic outlook**. Washington, Apr. 2008b.

GERHARDT, M. **Consumer bankruptcy regimes in the US and Europe: further effects and implications of the crisis**. Brussels: CEPS, July 2009. (CEPS Working Document, n. 318).

GRANELLE, J. J. **Economie immobilière: analyses et applications**. Paris: Economica, 1998.

GUTTMANN, R. **How credit money shapes the economy: the United States in a global system**. Londres: M. E. Sharpe, 1994.

\_\_\_\_\_. **Central banking in a debt-deflation crisis: a comparison of the Fed and ECB**. New York: Hofstra University; Paris: CEPN, [s.d.]. Disponível em: <[http://www.univ-paris13.fr/cepn/IMG/pdf/texte\\_guttman\\_210308.pdf](http://www.univ-paris13.fr/cepn/IMG/pdf/texte_guttman_210308.pdf)>.

GUTTMANN, R.; PLIHON, D. **Consumer debt at the center of finance-led capitalism**. Paris: CEPN, 2008. (Working Paper).

HALL, P.; SOSKICE, D. (Org.). **Varieties of capitalism: the institutional foundations of comparative advantage**. Oxford: Oxford University Press, 2001.

JACHET, N. *et al.* **Le prêt viager hypothécaire et la mobilisation de l'actif résidentiel des personnes âgées**. Paris: La Documentation Française, 2004. (Rapport n. 2004-0053-01). Disponível em: <<http://lesrapports.ladocumentationfrancaise.fr/BRP/054000045/0000.pdf>>.

JACOBIDES, M. Industry change through vertical disintegration: how and why markets emerged in mortgage banking. **The Academy of Management Journal**, v. 48, n. 3, p. 465-498, 2005.

KEMENY, J. Home ownership and privatisation. **International Journal of Urban and Regional Research**, v. 4, n. 3, p. 372-388, 1980.

LACAZE, J. P. Les raisons de la crise persistante du logement en France. **Problèmes économiques**, n. 2.929, p. 6-14, 2007.

LEA, M. **International comparison of mortgage product offerings**. Washington: Mortgage Bankers Association & Research Institute for Housing America, 2010. Disponível em: <[http://www.housingamerica.org/RIHA/RIHA/Publications/74023\\_10122\\_Research\\_RIHA\\_Lea\\_Report.pdf](http://www.housingamerica.org/RIHA/RIHA/Publications/74023_10122_Research_RIHA_Lea_Report.pdf)>.

LEFEBVRE, B.; MOUILLART, M.; OCCHIPINTI, S. **Politique du logement: 50 ans pour un échec**. Paris: L'Harmattan, 1991.

LEMASSON, F. Restructurations bancaires: la place des établissements spécialisés. **Revue d'Economie Financière**, n. 78, p. 221-237, 2005.

LOUVOT-RUNAVOT, C. Le logement dans l'Union Européenne: la propriété prend le pas sur la location. **Economie & Statistique**, n. 343, p. 29-50, 2001.

MALPASS, P. Housing and the new welfare state: wobbly pillar or cornerstone? **Housing Studies**, v. 23, n. 1, p. 1-19, 2008.

MCGARITY, M. Under Wall Street ownership. **Mortgage Banking**, v. 67, n. 3, p. 61-66, Dec. 2006.

MARTIN, R. **Financialization of daily life**. Philadelphia: Temple University Press, 2002.

MÉRINDOL, N. L'immobanque. **Révue d'économie financière**, n. 92, 2008.

MILBERG, W. Shifting sources and uses of profits: sustaining US financialization with global value chains. **Economy and Society**, v. 37, n. 3, p. 420-451, 2008.

MISTRAL, J.; PLAGNOL, V. **Loger les classes moyennes: la demande, l'offre et l'équilibre du marché du logement**. Paris: La Documentation Française, 2008.

MOHUN, S. **The crisis of 2008 in historical perspective**. In: SEMINÁRIO DE PESQUISA, IE/UFRJ, 2010.

NAPPI-CHOULET, I. **Les mutations de l'immobilier: de la finance au développement durable**. Paris: Autrement, 2009.

NIEMI-KIESILÄINEN, J. Consumer bankruptcy in comparison: do we cure market failure or a social problem? **Osgoode Hall Law Journal**, v. 37, n. 1-2, p. 473-503, 1999.

O'NEILL, W. Non-prime mortgage securities: an industry overview. **The Journal of Structure Finance**, v. 11, n. 3, p. 17-29, 2005.

OROZCO, M. **The remittance marketplace: prices, policy, and financial institutions**. Washington: Pew Hispanic Center, 2004.

PLIHON, D. **Les banques**: nouveaux enjeux, nouvelles stratégies. Paris: La Documentation Française, 1999.

\_\_\_\_\_. **Le nouveau capitalisme**. Paris: La Découverte, 2004.

PLIHON, D.; *et al.* **Les banques**: acteurs de la globalisation financière. Paris: La Documentation Française, 2006.

RAMSAY, I. Comparative consumer bankruptcy. **Illinois Law Review**, v.1, p. 241-274, 2007.

RONALD, R. Market-liberal homeowner societies: questions of convergence in & around an Anglo-saxon model? **Housing Finance International**, v. 22, n. 3, p. 21-40, Mar. 2008.

SCANLON, K.; WHITEHEAD, C. **Social Housing in Europe II**: a review of policies and outcomes. Londres: School of Economics, 2009.

TEIXEIRA, L. A. S. **Uma investigação sobre o endividamento dos trabalhadores norte-americanos dos anos 1980 aos anos 2000**. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Economia da UNICAMP, Campinas, 2010.

STONE, C. A.; ZISSU, A. Le prêt immobilier cautionné: an innovative substitute for the French mortgage. **Journal of Housing Research**, v. 3, n. 2, 1994.

TSOUNTA, E. **Home sweet home**: government's role in reaching the American dream. Washington: IMF, 2011. (Working Paper, n. 11/191).

UNITED STATES. Department of Housing and Urban Development. **Evolution of the US housing finance system**: a historical survey and lessons for emerging mortgage markets. Washington, 2006. Disponível em: <[http://www.huduser.org/publications/hsgfin/US\\_evolution.html](http://www.huduser.org/publications/hsgfin/US_evolution.html)>.

WOLFF, E. N. Rising profitability and the middle class squeeze. **Science & Society**, v. 74, n. 3, p. 429-449, July, 2010.

WRAY, L. R. The ownership society: social security is only the beginning. **Public Policy Brief**, n. 82, 2005.

ZELMAN, I. *et al.* **Mortgage liquidity du jour**: underestimated no more. New York: Credit Suisse, 2007. Disponível em: <http://goo.gl/s02BN>



## COMO SERIA UM SISTEMA FINANCEIRO SISTEMICAMENTE RESILIENTE?

Avinash D. Persaud\*

### 1 INTRODUÇÃO

As crises financeiras aparentam ser tão complicadas e possuem tantas causas imediatas que, em vez de serem eventos de grande aprendizado assim como de aflição, acabam dando a todos o direito de afirmar *eu te avisei*. Europeus de centro-esquerda explicam que a crise é a prova de que mercados sem restrições estão condenados. Americanos de centro-direita acreditam que o elaborado, porém incompleto, sistema de regulação do governo gerou comportamento de risco. Aqueles no Leste consideram que a crise foi gerada pelo consumo excessivo de um Oeste viciado em gastos, enquanto aqueles do Oeste rebatem que o problema se encontra na poupança excessiva e no mercantilismo do Leste. Porém, como na velha história do homem cego e do elefante, estas perspectivas politicamente carregadas ignoram a questão como um todo.<sup>1</sup>

Qualquer um que seja familiar com as amplas e complexas regras de supervisão bancária dificilmente poderia afirmar que os bancos não eram regulados. Da mesma forma, também está claro que a supervisão fraca e as regras assimétricas criaram incentivos para que os bancos procurassem jurisdições acomodáticas. Porém houve, pura e simplesmente, regulações mal concebidas no Oeste – que muitos no Leste resolveram seguir. Isso foi ruim e complexo. A complexidade tem muitos fatores, e um dos mais importantes é que esta é uma avenida para a captura dos reguladores pelo setor financeiro (PERSAUD, 2002b). Os reguladores foram condenados a um processo pobre e complexo de construção da regulamentação, uma vez que eles não iniciaram com um quadro do que se está tentando alcançar e, no caso da

---

\*Diretor da Intelligence Capital Ltd., companhia especializada na análise de projetos de investimento e gestão de portfólios financeiros. É diretor do banco de investimento Elara Capital de Londres, professor emérito do Gresham College em Londres e professor visitante do Center for Financial Analysis and Policy (CFAP) da Cambridge Judge Business School. 1. A história dos homens cegos e o elefante originou-se na Índia, de onde foi amplamente difundida. Em várias versões do conto, um grupo de homens cegos toca um elefante para sentir como ele é. Cada um sente uma parte diferente, mas somente uma parte, como o lado ou a presa. Eles então comparam suas observações e descobrem que estão em total desacordo.

imposição de limites ao risco sistêmico, de um quadro do que guia e influencia este risco. Em vez disso, eles trabalharam com a noção falha de que se deveria encontrar boas práticas já existentes no setor bancário e, então, obrigar todas as instituições financeiras a seguirem esta melhor prática.<sup>2</sup> A partir de cada redefinição, as regras regulatórias cresceriam de baixo para cima por meio de lentos acréscimos. Os banqueiros sempre encontraram brechas que mais tarde os reguladores corriam para fechar, ou, em alguns casos, brechas que os políticos criaram e mantiveram abertas para proteger interesses populares.<sup>3</sup> Logo, não é de se surpreender que a regulação bancária surgisse de forma fragmentada, pontuada por isenções e casos especiais, altamente resistentes à fácil compreensão por qualquer um que tentasse analisar seus efeitos sistêmicos e cada vez mais de domínio exclusivo dos advogados especializados em conformidade às regras.<sup>4</sup>

Na tentativa de fazer tudo isso ter sentido, muitos culpavam a arbitragem regulatória entre os bancos regulados e os menos regulados *shadow banks*, concluindo, então, que seria simplesmente necessário tornar a mesma regulação mais abrangente entre os setores e países: a atividade bancária é global e a regulação deveria adaptar-se a isto; se algo parece um banco e chia como um, então, é um banco e deveria ser regulado como tal. Tudo isto parece suficientemente razoável. No entanto, é uma falsa polêmica uma vez que os *shadow banks* não aceitam nem fazem depósitos e são, assim como uma sombra, intrinsecamente ligados aos seus alter egos, dependentes dos bancos para o *funding*, o que pode ser um canal propício para a regulação. Existe um importante equilíbrio a ser alcançado. Nos locais em que a arbitragem regulatória contribui para um comportamento sistemicamente perigoso, decisões devem ser tomadas para preveni-la; mas a noção de que existe um livro único de regras apropriado para todos os países e em todos os tempos, que eliminaria assim o problema da arbitragem regulatória, é demasiadamente ambiciosa (PERSAUD, 2010b). Também se deve evitar adotar regulação inadequada e espalhá-la amplamente, localmente e no exterior. Além disso, nunca é possível vencer este jogo de limites e deve-se mesmo considerar se realmente é isto que se quer. Regular os riscos em uma área e, como resultado, transferi-los para outra, e regular então os riscos nesta nova área somente para vê-los escorregar

2. Ver Goodhart (2011), para informações sobre as influências intelectuais nas primeiras regulações. Difundir a “melhor prática” foi uma abordagem falha da regulação porque toda a razão para a regulação bancária – a externalidade social que se está tentando internalizar – é que até mesmo os melhores bancos irão subinvestir no contexto de estabilidade sistêmica.

3. Pressões políticas fizeram que a ponderação de risco para empréstimos imobiliários e todos os títulos dos governos da área do euro fossem fixados em níveis artificialmente baixos. Ver Griffith-Jones e Persaud (2003).

4. Não quer se ofender os advogados aqui – alguns de meus melhores amigos são advogados. O que eu quis afirmar é que os advogados estão focados na aderência à lei, e não nas questões mais delicadas do gerenciamento do risco sistêmico. Quando escrevi *Sending the herd off the cliff edge* (Persaud, 2000), sobre como a abordagem sensível ao risco utilizada na regulação bancária estava conduzindo à fragilidade sistêmica, pouquíssimos macroeconomistas estavam escrevendo sobre as implicações macro da regulação bancária.

novamente para outra, tem como sua extensão lógica a ideia de que se irá simplesmente caçar os riscos até onde não se possa mais vê-los (NUGGE e PERSAUD, 2006). Este não é o objetivo da boa regulação. No mínimo, quer-se-á saber para onde os riscos foram.

É preferível ter uma abordagem abrangente em relação a onde é melhor que os riscos estejam alocados e onde eles não deveriam estar, a partir de uma perspectiva de gerenciamento do risco sistêmico. Este tipo de regulação incentivaria o fluxo harmonioso dos riscos para onde existe capacidade de mantê-los, ou, se quiser ser menos dirigista, não impediria este movimento em nome da proteção ao consumidor ou de outro objetivo adicional. Entretanto, isto requer um arcabouço de controle e gerenciamento de risco sistêmico, um que levasse em conta a natureza dos riscos financeiros e como eles são cobertos (*hedged*), absorvidos, concentrados e como interagem entre si. Este arcabouço é inexistente na maioria das discussões regulatórias.

Enquanto parece haver um vocabulário comum sobre os riscos sistêmicos, a regulação macroprudencial e a resiliência do sistema financeiro, há pouca teoria subjacente sobre o que gera risco sistêmico ou como este pode ser coberto ou absorvido. Consequentemente, após a concordância geral no Conselho de Estabilidade Financeira (Financial Stability Board – FSB) acerca da importância dos riscos sistêmicos, a maior parte das discussões acabou focando-se em uma estrutura para entender os riscos no âmbito da firma. Ideias tais como o acirramento da concorrência bancária, capital contingente, delimitação entre bancos varejistas e atacadistas são todas ideias intrinsecamente microprudenciais que aparentam ser boas a partir de uma perspectiva estática, mas que não consideram a dinâmica macro. Elas não abrangem questões sobre o que torna os sistemas financeiros vulneráveis a riscos sistêmicos ou o que propaga estes riscos. A seguir são apresentadas algumas ideias sobre a natureza do risco financeiro bem como um arcabouço para reduzir os riscos sistêmicos no setor financeiro que delas decorre.

## 2 POR QUE REGULAR?

Ao se estabelecer um arcabouço para a regulação, vale a pena começar considerando-se por que não se pode simplesmente deixar os mercados agirem. Esta questão pode parecer banal para muitos especialistas fora dos Estados Unidos, mas, ao longo da última década, a regulação financeira tem sido vítima de uma dispersão gradual de objetivos e, assim como alguns conglomerados muito diversificados, já não está mais claro qual é sua atividade principal. Após o horror do World Trade Center, em 11 de setembro de 2001, os reguladores estavam assumindo cada vez mais o papel de policiais financeiros, perseguindo potenciais financiamentos a terroristas assim como lavagem de dinheiro. Embora estes esforços sejam importantes, colocá-los sob

a competência do regulador financeiro em oposição a, por exemplo, um “cão de guarda” para crimes financeiros, fortaleceu uma concepção do regulador como um corpo de conformidade que verificava e garantia a aplicação de regras estritas,<sup>5</sup> em vez de um corpo nacional de gerenciamento de risco que pensasse amplamente sobre quais riscos os bancos estavam correndo e como os administravam. Sob o peso de muitos objetivos e dirigentes, os reguladores perderam o foco e o trabalho crucial de manter o sistema financeiro seguro foi deixado em segundo plano.

Isso é ilustrado pelo fato de que, após a crise, políticos e supervisores frequentemente enfrentaram as críticas afirmando que possivelmente não teriam como saber o que os bancos estavam fazendo porque estes utilizavam uma complexa rede de veículos *off-shore* e fora do balanço na condução dos seus negócios.<sup>6</sup> Entretanto, ninguém pode começar a supervisionar adequadamente um banco a menos que se saiba exatamente como este gera lucros – seja por meio de veículos fora do balanço ou *off-shore* – e crucialmente quais riscos estão correndo ao produzir estes ganhos. Este é um ponto fundamental na supervisão bancária e os supervisores tinham todo o poder que precisavam para obter as informações, projetar a rentabilidade dos bancos e inquirir quando estas projeções subestimavam os retornos ou os riscos. Eles optaram por não fazer isto. Em parte porque eles tinham muitos assuntos importantes para verificar, o processo de supervisão tornou-se uma longa lista de campos a serem assinalados, em vez da busca da compreensão dos riscos que se corriam e como estes estavam sendo diversificados ou cobertos. Em parte também, o *zeitgeist* da época sugeria que os mercados estavam sempre corretos e os governos precisavam sair do caminho. Reguladores em Londres se vangloriaram abertamente da “regulação com mão leve” e participavam das tentativas de exportar o modelo britânico para outras jurisdições desprevenidas.<sup>7</sup> No fim, o ambiente desarmou os supervisores obstinados ou curiosos. Sob este modelo de regulação, a visão prevalecente foi a de que não estava nas suas atribuições entender o modelo de negócio dos bancos e a sua rentabilidade, mas sim, meramente, verificar se o que eles estavam fazendo estava em conformidade com as regras.

Para refletir sobre qual deveria ser o foco da regulação, é útil voltar aos princípios básicos e questionar porque se regulam bancos muito mais que outras corporações. Muitos fabricantes produzem produtos perigosos e, em muitos casos,

---

5. Antes da crise financeira, havia um ligeiramente falso debate filosófico entre a abordagem “baseada em regras” dos Estados Unidos e a abordagem “baseada em princípios” do Reino Unido. Enquanto isto soa intelectualmente interessante, a realidade é que, operacionalmente, as duas abordagens eram mais similares que os protagonistas demonstravam. No Reino Unido, havia um pesado “livro de regras” para ajudar as pessoas a aderirem aos princípios; nos Estados Unidos, havia uma série de princípios para auxiliar os fiscais a decidirem se uma regra havia sido seguida ou não.

6. O banco Lehman Brothers tinha mais de 7 mil entidades legais em 40 países diferentes. Ver Price waterhouse Coopers PWC – (2009).

7. É uma coisa boa que eles não tenham obtido muito sucesso, neste sentido, fora do Oriente Médio e das dependências britânicas.



regulam-se a venda e a segurança destes produtos,<sup>8</sup> mas geralmente não se regulam as *holdings* empresariais tanto quanto se regulam as *holdings* bancárias. Não se obrigam as companhias fabricantes de armas, tabaco, bebidas e medicamentos a terem montante mínimo de capital ou a serem cotadas em bolsa. Exige-se isto dos bancos em função de duas características particulares das finanças. Em primeiro lugar, os mercados se autorregulam com sucesso quando os consumidores estão engajados em um grande número de compras, podem averiguar rapidamente a qualidade do produto, trocar de fornecedor e reparar uma compra mal sucedida. A experiência dos consumidores no varejo de produtos financeiros é quase exatamente o oposto deste ideal. Eles tendem a fazer um pequeno número de grandes e esporádicas operações – como uma hipoteca ou pensão; não têm como averiguar facilmente se estas escolhas de produtos são as corretas até vários anos após a decisão original, quando o vendedor pode ter partido há muito tempo; e, em geral, um erro pode gerar perdas com implicações para toda a vida. Consequentemente, consumidores no varejo financeiro precisam de um maior nível de proteção que os profissionais que negociam diariamente em mercados atacadistas ou consumidores de outros produtos.<sup>9</sup>

Em segundo lugar, quando uma loja de sapato vai à falência, as outras lojas na rua de cima prosperam com a eliminação da competição. Não é assim no caso dos bancos. A falência de um banco pode desencadear a falência de muitos outros. Isto ocorre em parte porque os bancos geram crédito: o saque a descoberto de um cliente é o depósito em dinheiro de outro, que, por sua vez, é o colateral prometido a outro cliente para realizar um investimento. Estas inter-relações são profundas e amplas. Até mesmo com *fundings* separados, investimentos comuns em um mesmo setor implicam que se um banco falir e for forçado a tornar-se vendedor de ativos naquele setor, pode provocar a queda dos demais bancos. Além disso, dada a confusão em torno do crédito criado pelos bancos, em um determinado momento alguns bancos estarão com muita liquidez, enquanto outros sofrerão da escassez de recursos, de modo que eles regularmente emprestam um aos outros. Este estreito entrelaçamento entre os bancos significa que a confiança no sistema desempenha um papel crítico na liquidez e na solvência das firmas individuais e vice-versa.

Tudo isso comprova que a atividade bancária em uma economia de crédito é altamente sistêmica. Trata-se de uma clássica história de externalidade. Dado que a abrangência dos custos sociais de uma corrida aos bancos é muito maior que os

8. Um número de estudiosos argumenta que se deveria ter uma "FDA" (Food and Drug Administration) – órgão norte-americano que controla os alimentos e medicamentos – que aprovaria produtos financeiros antes que estes pudessem ser vendidos aos consumidores. Os problemas desta abordagem serão discutidos mais à frente.

9. O restante deste capítulo foca nos riscos sistêmicos em vez de na proteção ao risco do consumidor. Basta dizer que aceito este argumento inteiramente e que os reguladores já regulam estritamente o que o consumidor financeiro não profissional pode comprar e como estes produtos são comercializados.

custos privados de uma quebra bancária, os banqueiros, a partir de uma perspectiva social, irão investir insuficientemente na prevenção destas falências. Se os governos não intervirem para internalizar melhor estas externalidades sociais e prover o bem público da confiança, os mercados tornam-se estreitos e reprimidos, oferecendo um entrave substancial à atividade econômica e ao crescimento. Nesse sentido, é importante ver a boa regulação não como restrição ou impedimento para os mercados, mas, sim, como complemento ao seu desenvolvimento.<sup>10</sup>

Regula-se, portanto, com dois propósitos distintos: para proteger os consumidores vulneráveis e para mitigar riscos sistêmicos. É importante considerar como estas duas questões se relacionam entre si. Os analistas negligenciam a possibilidade de existirem *trade-offs* entre estes dois objetivos. Pode-se querer buscar maneiras de limitar as perdas incorridas por consumidores vulneráveis e, para tanto, impor limites às suas possibilidades de prejuízos por meio da restrição às suas habilidades de operar em certos mercados e com certos instrumentos. Entretanto, a certo nível, a “liquidez” do mercado financeiro exige “perdedores”. Quando um mercado está tendo queda, não se quer que o fundo de pensão da “Grande Tia Agatha”<sup>11</sup> seja o único que aposte em uma recuperação rápida. Contudo, quer-se que alguém o faça, pois, caso contrário, os mercados continuarão caindo, anulando os retornos do portfólio da “Tia Agatha” de qualquer forma. A liquidez precisa de um tipo de investidor que esteja preparado para comprar quando todos estão vendendo e aceitar perdas no curto prazo em troca do potencial de ganhos maiores e mais prolongados no longo prazo. Tentar limitar todas as perdas por meio de regras microprudenciais poderia criar macrodesastres altamente custosos.<sup>12</sup>

Similarmente, o declínio nos custos de negociação deveria beneficiar os consumidores, mas pode também incentivar o acúmulo de exposições socialmente inúteis que, quando a crise atinge os mercados e a confiança desaba, se tornam sistemicamente perigosas.<sup>13</sup> As taxas sobre as operações reduzem modestamente os retornos dos consumidores durante os momentos de tranquilidade e diminuem a fragilidade sistêmica nos períodos de maior turbulência. Estes *trade-offs* potenciais insinuam a falácia da composição que existe para os

10. Essa ideia está bem desenvolvida em Rodrik (2007).

11. Nota dos editores: Great Aunt Agatha ou Grande Tia Agatha, personagem das histórias de ficção escrita por Pelham Grenville Wodehouse. O termo também é utilizado pelos operadores financeiros de Londres para descrever um investidor não corporativo avesso ao risco e com baixo volume de investimento.

12. Na crise de 2007-2009, após algumas tentativas dos Sovereign Wealth Funds (Fundos Soberanos) darem errado, os únicos preparados para serem compradores eram o governo ou seus agentes, os bancos centrais. O empregador de última instância tornou-se o comprador de última instância – frase que escutei pela primeira vez do professor Willem Buiter, da London School of Economics.

13. O presidente da Autoridade de Serviços Financeiros (Financial Services Authority – FSA) do Reino Unido, Adair Turner, levantou algumas observações interessantes sobre este assunto em entrevista para a *Prospect Magazine*, em setembro de 2008: “a ideia de que mercados mais completos e mais líquidos são, por definição, bons, e que quanto mais destes temos mais estável será o sistema, era afirmada com grande confiança até três anos atrás. Mas o que precisamente nós fazemos como resultado do colapso desta abordagem não é claro” (Turner, 2009).

riscos financeiros. É quase certo que o que é seguro para os consumidores e as instituições individuais deixa de ser quando este comportamento é multiplicado e agregado em todo o sistema. A regulação das finanças não é o mesmo que regular a indústria de gás, em que o ato de impor padrões comuns reduz o risco. Isto porque as regras microprudenciais não são suficientes e podem, até mesmo, prejudicar as condições macro. É por isto que se precisa de regulação verdadeiramente macroprudencial.

No gerenciamento do risco do consumidor e do risco sistêmico seria fácil simplesmente reduzir a assunção de risco no mercado. Contudo, a atividade e o crescimento econômico dependem da tomada de riscos. Sem risco, sem crescimento. Os ativos bancários como proporção do produto interno bruto (PIB) são consideravelmente mais baixos nas economias emergentes, e pode-se argumentar que o problema mais premente destes países seja a assunção insuficiente de risco, e não o excesso desta. Um objetivo mais amplo deve ser o de regular o sistema de modo a minimizar o montante de risco sistêmico gerado por um dado nível de exposição agregada ao risco.

Um método seria aprimorar os mecanismos de resolução de forma que quando uma crise abale os mercados, esta seja resolvida de maneira que limite ao máximo a generalização dos riscos. Esta perspectiva tem recebido mais atenção gerando uma série de ideias inteligentes que parecem limitar a exposição dos contribuintes e do governo. Contudo, esta abordagem pode revelar-se como a de menor sucesso. Em uma economia de crédito, umas das principais vias de contágio da crise é a confiança, e existe um número limitado de maneiras pelas quais se podem proteger os contribuintes e preservar a confiança (GOODHART e PER-SAUD, 2011). A ideia de reestruturar o setor financeiro em direção a um maior número de bancos menores é atrativa. Porém, se todas as instituições menores comportarem-se da mesma maneira, o resultado final será o mesmo problema sistêmico de antes com uma complexidade adicional para lidar. Bancos pequenos podem ser uma importante fonte de risco; de fato, o estopim da última crise foram as instituições menores: Bear Sterns, IKB e Northern Rock.<sup>14</sup>

De modo indiscutível, o governo deveria desempenhar um papel decisivo na resolução das crises sistêmicas, dado que em momentos de crise de liquidez esta se torna o ativo mais demandado e de menor oferta e o governo, detém, mais que qualquer outro agente, este ativo. Talvez a questão seja a de como o governo deveria precificar corretamente

---

14. A "pequena crise bancária" do Reino Unido em 1974, em termos de declínio porcentual real dos mercados acionários, teve impacto maior no mercado e na economia do Reino Unido que a crise atual. Ver Dimson, Marsh e Staunton (2002).

os empréstimos em seu balanço, antes e depois de realizá-los.<sup>15</sup> Além disso, enquanto a boa resolução pode fazer uma diferença positiva na margem, fundamentalmente, ela não pode criar pequenas crises a partir de grandes *booms*.

Outra abordagem seria a de tentar minimizar os *booms* (BRUNNER-MEIER *et al.*, 2009). Desastres financeiros não são eventos aleatórios impulsionados por fraudes aleatórias como alguns pensam. Quase todas as crises financeiras são precedidas por *booms* de tamanhos similares. Existem uma série de ferramentas macroprudenciais que poderiam ajudar a conter estes *booms*, tais como limites contracíclicos à relação entre o montante dos empréstimos e o valor dos ativos, requisitos de adequação de capital e índices simples de alavancagem. Os participantes do mercado acham difícil identificar um *boom* quando estão inseridos nele porque eles são encorajados a ver somente aqueles indícios de que a euforia vai continuar. Contudo, banqueiros centrais e reguladores deveriam ser menos estimulados a agirem desta forma e, no caso de dúvida,<sup>16</sup> poderiam utilizar regras simples para determinar se deveriam estar atuando com maior rigidez sobre os diferentes mecanismos de freio, por exemplo, verificando se o crescimento anual dos empréstimos é significativamente maior que a média (GOODHART e PERSAUD, 2008).<sup>17</sup> *Booms* menores provocam crises menores, o que oferece ao governo maior margem de manobra ao atuar.

Um bom teste para qualquer iniciativa de estabilidade financeira é verificar se ela gera *booms* maiores, menores ou não altera a situação. Na verdade, a preocupação aqui com excessos de capital contingente e instrumentos de resgate (*bail-in*) é justificada porque estes não somente vão dar início a um colapso prematuro da confiança nos mercados de crédito durante a crise, como também dão um falso sentimento de segurança de antemão, ajudando os mercados a extrapolar a si mesmos.

---

15. Uma ideia que propus é a de que, em vez das requisições de adequação de capital com suas necessárias combinações de cruza e complexidade, os bancos sejam obrigados a assegurar privadamente os primeiros 10% da perda dos credores e, utilizando os preços de mercado, a pagar para um fundo de amortização do governo o prêmio equivalente para assegurar os outros 90%, com opções de pagamento em um ano difícil. Bancos propensos ao risco, portanto, seriam castigados por meio de altos prêmios de seguro e incentivados a diminuir-los de várias maneiras, incluindo-se o uso de fundos próprios, a dispersão dos seus negócios e outras formas de segurança e autosegurança; os governos seriam pagos pelo fato de que, em uma crise sistêmica, existem poucas alternativas ao resgate do governo. As seguradoras não poderiam prover todo o seguro, já que isto significaria meramente que uma próxima crise bancária as derrubaria também.

16. Os governos, presumivelmente, gostariam que um *boom* durasse até a próxima eleição e os banqueiros centrais, frequentemente, parecem satisfeitos no início de um *boom*, quando o crescimento é forte e a inflação ainda não emergiu, ficando indispostos a agir com rapidez contra ele.

17. Outros proponentes da ação regulatória contracíclica incluem Claudio Borio, John Eatwell, Stephany Griffith-Jones e José Antonio Ocampo.

Muitos dos instrumentos macroprudenciais mais tradicionais – tais como os requerimentos de adequação de capital variável no tempo e os limites para a razão valor dos empréstimos/ativos nos financiamentos hipotecários – têm sido considerados na esteira da crise financeira atual. O Acordo de Basileia II revisado inclui um dispositivo para aumentar os requerimentos de adequação de capital em alguns pontos percentuais de modo a levar em conta o ciclo econômico. Os supervisores possuem a discricionariedade de fazer mais, embora exista exaustão neste sentido. Os reguladores parecem sugerir que gerenciar o ciclo é o trabalho dos bancos centrais e não dos supervisores bancários. Isto faz sentido até que se reconheça que um *boom* em uma área da economia não pode ser facilmente contido por meio da manipulação das taxas de juros aplicadas a todo o mercado. A ação regulatória pode ser mais bem direcionada ao longo do ciclo de vida de um *boom* em um setor particular ao focar no fácil acesso ao financiamento. Se os participantes do mercado estão convencidos de que, por exemplo, os preços das residências irão subir 20% ao ano em economia na qual outros setores estão crescendo a uma respeitável taxa de 3%, o nível das taxas de juros necessário para limitar os empréstimos direcionados ao setor imobiliário prejudicaria o resto da economia.

*Booms* não são gerados por participantes do mercado, fazendo algo que eles consideram arriscado, mas sim investindo no que julgam seguro, tão seguro a ponto de justificar a duplicação das posições e o aumento da alavancagem. Há um equívoco na precificação do risco, o que frequentemente é o resultado da chegada de uma tecnologia nova que promete mudar o mundo e encoraja muitos a argumentar sobre por que, desta vez, é diferente. As histórias não são sempre tão exageradas como as das Companhias South Sea ou Mississippi, e frequentemente as tecnologias realmente mudam o mundo (ferrovias, automóveis, eletricidade), mas fazem isto sem tornarem tantas pessoas tão ricas quanto elas imaginavam.

Fundamentalistas do livre mercado são facilmente convencidos que a atribuição errônea de preços é um resultado de informações erradas ou ausentes, e muitas tentativas para melhorar a transparência dos mercados financeiros têm sido realizadas em resposta aos episódios de turbulências.<sup>18</sup> Entretanto, nos momentos de *boom*, os participantes do mercado ignoram ativamente a informação que teria desafiado seu otimismo. Talvez uma propensão ao otimismo seja uma técnica bem-sucedida de sobrevivência introduzida nos seres humanos durante

---

18. Após a crise financeira asiática (1997-1999), uma linha de pensamento era a crise haver sido causada pela ausência de boa informação sobre a escala da dívida externa de curto prazo; muito esforço foi então realizado para melhorar a qualidade dos dados e a disseminação de padrões e códigos. Embora mais informação seja geralmente melhor que menos, o pensamento predominante por trás de um *boom* tende a explicar porque a análise de dados padronizados não mais se aplica e existe uma nova métrica de avaliação que sustenta o *boom* (lembre-se da obsessão com avaliações “no olho” (*eyeballs*) em detrimento das baseadas nos lucros durante o *boom* das empresas “ponto-com” de 1998-1999). A posse de mais e melhor informação dificilmente ajudaria a evitar o ciclo, mas talvez possa auxiliar a guiar as tendências de longo prazo.

a evolução. Seja quais forem as causas subjacentes desta fraqueza humana pela “corrida ao ouro”, seria sensato concluir a partir das evidências dos últimos 800 anos de loucura financeira que os erros na precificação continuarão e que atenuar suas consequências por meio de políticas contracíclicas, ou outras medidas, deveria ser a tarefa central da regulação (REINHART e ROGOFF, 2010).

Outra maneira de mitigar a precificação equivocada do risco que impulsiona o ciclo do crédito seria uma regulação macroprudencial que transferisse os diferentes riscos a lugares no sistema financeiro onde, caso explodissem, pudessem ser absorvidos com menores repercussões sobre o restante da economia.

### 3 A NATUREZA DO RISCO

Durante os dias tranquilos do último *boom*, quando a liquidez era abundante, o risco se tornou *comoditizado*: diferentes riscos podiam ser extraídos dos instrumentos, comercializados separadamente e a volatilidade dos seus preços podia ser mensurada. Os riscos eram fatiados, picados, comercializados e modelados. O investimento foi reduzido a um problema simples de otimização da relação média-variância. Havia uma correlação definida entre risco e retorno e ao investidor caberia apenas decidir qual era seu apetite por risco ou qual o nível de retorno desejado. Este quadro elegante era reforçado pela academia. Seus proponentes ganharam o Prêmio Nobel e havia um sentimento crescente de esnobismo intelectual no mundo das finanças. Quem não comprasse esta correlação, o motivo era que a pessoa não era brilhante o suficiente para entendê-la. Muitos reguladores e banqueiros centrais, talvez temerosos de não serem considerados suficientemente inteligentes, compraram integralmente estas ideias. Nos relatórios de estabilidade financeira, eles defendiam a noção de que a nova tecnologia financeira estava tornando o mundo um lugar mais seguro por meio da dispersão do risco antes concentrado em poucos balanços e da sua pulverização entre muitos investidores.<sup>19</sup>

Esta abordagem sobre risco possui problemas cruciais. Por mais que o quadro geral pareça convincente, o risco não é uma partícula estável a ser encontrada em diferentes quantidades nos variados instrumentos e facilmente mensurada pela volatilidade de seu preço. O risco é um camaleão. O grau de risco de um instrumento muda de acordo com seu detentor. Os mercados de ações, por exemplo, são arriscados para alguém que pode precisar levantar dinheiro a qualquer momento e não se pode dar ao luxo de sofrer uma perda. Estes mercados são menos arriscados para jogadores que tenham maior liberdade de escolher quando comprar e vender. Já os mercados de dívida pública são mais seguros para alguém que precise de liquidez imediata; porém,

19. Não tenho a intenção de envergonhar nenhum autor, mas uma olhada rápida nas páginas dos Relatórios de Estabilidade Financeira dos bancos centrais até o ano de 2007 poderia ilustrar este ponto.

arriscados para aqueles que poupam para compor uma pensão de benefício definido daqui há 20 anos.

Além disso, a abordagem do “risco medido pela volatilidade passada” é muito estática. Esta não foi uma aproximação totalmente irracional nos anos 1950, quando Harry Markovitz estava desenvolvendo a otimização da relação média-variância na Rand Corporation em uma época de poucos computadores e banco de dados. O risco é dinâmico. É guiado por comportamento estratégico. Os reguladores autorizaram a otimização da média-variância na gestão dos portfólios e apoiaram este arcabouço de análise na diretriz do mercado em 1995 e nos modelos de risco de crédito do Acordo de Basileia II.<sup>20</sup> Consequentemente, a observação, por exemplo, de que um ativo está valorizado acima do seu retorno médio e com volatilidade abaixo da variância média dos retornos passados teria desencadeado sua compra ao longo do tempo, por parte de todos os participantes do mercado otimizadores da média e variância, transformando-o em um ativo supervalorizado com uma manada de investidores expostos a ele e, logo, particularmente vulneráveis a mudanças no sentimento de mercado.<sup>21</sup>

Uma das lições duradouras sobre o papel do comportamento é que a liquidez do mercado financeiro não depende do grau de capitalização do mercado ou do volume de negócios, como geralmente se pensa, mas, sim, da diversidade. Um mercado pode ser grande, mas se todos estiverem tentando vender ao mesmo tempo, talvez em resposta a uma informação ou a um sinal de venda oriundo dos seus sistemas homogêneos de gerenciamento de risco, então o mercado terá uma queda vertical, esvaziado de toda a liquidez. Para mantê-la, um mercado deve ter participantes com diferentes avaliações para os mesmos ativos, diferentes estratégias baseadas nas mesmas avaliações, talvez em razão de diferentes horizontes de investimento ou *fundings* diferentes. Liquidez requer heterogeneidade. Porém, de diferentes modos e, ironicamente, em nome da segurança e da estabilidade e como extensão da concepção dos padrões e códigos de dados, os reguladores reduziram a heterogeneidade natural do mercado e encorajaram a homogeneidade, o que restringiu a liquidez e fragilizou os mercados. Um exemplo é o uso por parte de banqueiros e investidores de modelos de marcação a mercado, *ratings* de crédito em modelos de

20. Eu já escrevi uma série de artigos – incluindo Persaud (2002a) – sobre a loucura dos modelos regulatórios aprovados e como, em vez de serem uma fonte de gerenciamento de riscos, estes modelos na verdade os criam.

21. Como já discutido anteriormente, há semelhanças, neste ponto, com o princípio da incerteza de Heisenberg em que a observação do risco gera segurança e a observação de segurança gera risco (Persaud, 2000). Uma ilustração desta ideia vem das diferentes respostas do mercado para as insolvências na Ásia em 1997 – às quais os especuladores transfronteiriços estavam altamente expostos, dada as favoráveis características passadas de risco-retorno dos mercados asiáticos – e o *default* na Argentina em 2001, que foi o maior *default* da história, mas que teve efeitos muito mais limitados no exterior porque então os especuladores transfronteiriços (investidores internacionais que não eram especialistas em mercados emergentes, mas que mantinham outros ativos que teriam de vender na busca por liquidez) haviam fugido dos mercados emergentes, espantados pelas características então mediocres de risco-retorno na época. A segurança criou risco e o risco criou segurança.

risco bancário, modelos de gerenciamento de risco ou o uso do padrão *value-at-risk* nas avaliações, todos os quais geram sinais comuns de compra ou venda.<sup>22</sup>

A terceira falha desse arcabouço sobre risco incorporada na regulação bancária antes da crise era a noção de que havia um conceito chamado risco que poderia ser mensurado e de que o capital poderia ser utilizado como proteção (*hedge*) contra este nível de risco. Existem diferentes riscos, que são diferentes, não porque eles têm nomes diferentes, mas porque são cobertos (*hedge*) de formas muito diferentes. O risco de crédito é um exemplo. É o mais bem coberto (*hedge*) pela diversificação em uma série de créditos diferentes não correlacionados (em uma crise de liquidez todos os ativos acabam estando correlacionados, uma vez que tudo é medido em termos da capacidade de transformar-se em dinheiro.) Em tempos normais, riscos não correlacionados tendem a caminhar em direções opostas – por exemplo, investimentos em ativos de energia alternativa e em ações de companhias que utilizam grande quantidade de combustíveis fósseis. Um forte aumento nas cotações dos combustíveis deveria aumentar o portfólio dos primeiros e diminuir o dos segundos.

Contudo, a maneira de cobrir os riscos de liquidez não é a diversificação entre uma ampla gama de ativos igualmente ilíquidos. É preciso ter *funding* de longo prazo para não ser forçado a vender um ativo ilíquido rapidamente ou, dito de outra forma, é necessário diversificar ao longo do tempo. Os riscos de mercado são melhor cobertos por meio de uma combinação da diversificação de ativos e da diversificação do tempo.

#### 4 GERENCIAMENTO DE RISCO SISTÊMICO

A natureza do risco aponta para três elementos essenciais no quadro de gerenciamento de risco sistêmico.

A diversidade dos riscos e dos participantes do mercado é uma fonte de robustez sistêmica que precisa ser assegurada. Esta não deve ser prejudicada, por exemplo, pela imposição de regras comuns com a finalidade de uniformização sem referência aos riscos subjacentes ou à capacidade de suportá-los. As regras de contabilização a preços de mercado (*mark-to-market*) ou as ferramentas de gerenciamento de risco sensíveis ao mercado (*market-sensitive*) fazem total sentido para os detentores de ativos com *funding* de curto prazo para quem o preço de hoje é o preço ao qual devem se enfrentar, mas não fazem sentido para aqueles com *funding* de longo prazo que se vêm diante do preço em um momento dado. Quando os preços caem devido a fatores de curto prazo, deve-se esperar em um sistema

22. Em Persaud (2003), desenvolvo uma teoria sobre como “buracos negros de liquidez” (*Liquidity Black Holes*) são causados por regras de risco comuns e de que forma a tendência crescente dos mercados de caírem nestes buracos de liquidez pode ser mensurada.



financeiro robusto que os investidores de curto prazo vendam seus ativos para os aplicadores de longo prazo, enquanto que em um sistema frágil presenciaria-se os investidores de curto e longo prazo competindo para venderem seus ativos, em um ambiente com poucos compradores.

É necessário substituir a ideia de sensibilidade ao risco (*risk-sensitivity*) pela de capacidade de risco (*risk capacity*). O que deveria importar aos reguladores não é a medida de risco pró-cíclica do mercado – que tende a subestimar os riscos durante um *boom* e supervalorizá-los nas situações de crise, agravando o ciclo do crédito –, mas, sim, que os diferentes riscos estejam sendo encorajados a deslocarem-se para onde existe a capacidade de absorvê-los, se eles vierem a estourar. São necessários no sistema financeiro instituições que reservem capital para riscos de crédito que não são diversificados por meio de créditos não correlacionados, riscos de liquidez não acompanhados por *funding* de longo prazo e riscos de mercado que não são diversificados por mercados não correlacionados nem acompanhados por *funding* de longo prazo. O resultado será que as instituições financeiras tomarão os riscos de acordo com suas capacidades de absorção e transferirão aqueles que não conseguirem incorporar para as outras instituições que possam fazê-lo. Os bancos estão geralmente mais bem posicionados para diversificar e, portanto, reterem os riscos de crédito, e devem fazê-lo. Já a maioria dos fundos de pensão e das companhias de seguro está em melhor posição para assumir riscos de iliquidez e também deve fazê-lo – com transferências entre os dois setores ocorrendo em sintonia com estas capacidades.

Transferências adequadas entre os setores financeiros – de lugares sem capacidade de reter um risco específico para outros que podem absorvê-los – são assim uma fonte importante de estabilidade do sistema financeiro. Para gerar estes fluxos é preciso incentivar a compatibilização dos riscos específicos; caso contrário, é possível que estas transferências se tornem inapropriadas do ponto de vista do risco sistêmico. Na verdade, o foco da abordagem passada sobre os preços correntes e retornos passados evocou exatamente o oposto que se gostaria de presenciar na perspectiva do risco sistêmico. Os bancos, com seu *funding* de curto prazo, acabaram retendo riscos de iliquidez, tais como investimentos ou empréstimos para fundos de *private equity* e portfólios de complexos derivativos de crédito, que em períodos de alta liquidez pareciam oferecer retornos superiores. Já os fundos de pensão e as companhias de seguro, incapazes de gerar crédito, acabaram vendendo seus ativos ilíquidos para os bancos e comprando riscos de crédito concentrados como maneira de obter um desempenho superior ao dos *benchmarks* livres de risco. Isto aumentou a fragilidade do sistema financeiro (PERSAUD, 2004).

Imagine-se um pacote de créditos com classificação AAA e pagamentos de juros semestrais – ou seja, com retornos positivos –, mas cujo *rating* passou a suscitar dúvidas devido a problemas com um instrumento avaliado de forma similar.

A liquidez deste pacote irá desaparecer. Se ele fosse vendido imediatamente, seu preço estaria significativamente abaixo do que estava alguns dias antes. Como não há problemas com o desempenho do crédito, pode-se considerar este efeito como risco de liquidez. Caso um banco – com fundos de curto prazo – possuísse este ativo e fosse conhecido por realizar estas aquisições, e, talvez como resultado, viesse a sofrer pressão de *fundings*, ele poderia ser forçado a gerar liquidez vendendo o ativo, o que colocaria ainda mais pressão negativa sob seu preço. Por sua vez, se um fundo de pensão – com compromissos de longo prazo – possuísse tal ativo, poderia com ele continuar, embolsando os pagamentos de juros. Da perspectiva econômica, estes fundos não deveriam sofrer qualquer pressão para responder a mudanças de preço de curto prazo. O que deveria importar a eles é a probabilidade de que o ativo possa continuar apresentando retornos no longo prazo. Na verdade, os administradores dos fundos de pensão poderiam até pensar em comprar mais do ativo, uma vez que, comparado ao fluxo de retorno esperado, o ativo, nesta situação, tornou-se barato. Eles poderiam comprar mais dos bancos em dificuldades, reduzindo a pressão sobre o ativo e a tensão do sistema bancário. Se, no entanto, eles forem obrigados a considerar sua solvência futura, marcando seus ativos a preço de mercado diariamente, ou a adotar o estilo bancário de ganhos diários sob sistema de risco, eles podem ser forçados a competir com o banco para vender o ativo antes que seu preço caia demais. Entretanto, eles fariam isto por razões que não se relacionam à dúvida se o ativo terá retornos positivos quando os pensionistas necessitarem desses retornos no futuro distante.

Nesse exemplo, o fundo de pensão tem a capacidade de manter o risco de liquidez. Fazendo isto, este ganhará um prêmio de liquidez que, em razão desta capacidade, é o conceito mais próximo de *free lunch*. Ao manter os ativos quando sua liquidez cai e comprar quando estes se tornaram ilíquidos, a atitude do fundo de pensão beneficia não somente seus membros, como também adiciona robustez ao sistema. Ao forçar o fundo de pensão a comportar-se como um banco, com *fundings* de curto prazo e sem capacidade de suportar risco de liquidez, por meio da precificação diária e das estimativas de risco e solvência de curto prazo, os fundos de pensão acabam assumindo um apetite por ativos similares ao dos bancos. Eles não serão capazes de ganhar o prêmio pela liquidez, o que os forçará a tentar obter o prêmio de risco de crédito menor, para cuja retenção eles têm capacidade menor que a dos bancos, uma vez que possuem acesso mais restrito a uma gama completa de créditos para proteger seus portfólios. Padrões comuns na diversidade deste setor podem levar a uma homogeneidade artificial no comportamento financeiro. Ao vender ativos quando seus preços e liquidez caem, o comportamento dos fundos de pensão não somente prejudica os retornos de longo prazo dos seus membros, como também contribui para a fragilidade sistêmica.

Nos argumentos anteriores, diferenças no passivo e/ou no *funding* têm sido cruciais para as noções sobre capacidade de absorção de risco. Instituições financiadas com recursos de longo prazo podem enfrentar o risco de liquidez, e instituições financiadas a curto prazo não. Sistemas financeiros naturalmente reúnem participantes de mercado com perfis de passivo diferentes. Os fundos de pensão e as companhias de seguro possuem obrigações e *funding* de longo prazo. Os *hedge funds*, sujeitos a períodos de *lock-up*<sup>23</sup> têm *funding* de médio prazo, enquanto os bancos geralmente têm captações e empréstimos de curto prazo. O gerenciamento e a avaliação de risco deveriam refletir estas diferentes obrigações. Forçar todos a se comportar como se estivessem operando no curto prazo por meio da exigência da contabilidade com marcação a mercado, ou da adoção de sistemas de gerenciamento de risco sensível ao mercado nos bancos e não bancos em nome da “integridade”, da remoção da arbitragem ou da “regularidade”, leva à destruição da heterogeneidade geradora de estabilidade e à criação de fragilidade sistêmica, com os principais operadores do mercado tentando comprar e vender os mesmos ativos ao mesmo tempo.<sup>24</sup>

Mensurar a maturidade dos passivos é bem mais fácil que medir a liquidez dos ativos que, frequentemente, parecem altamente líquidos nos momentos de *booms*, mas não tanto durante as crises. A determinação da liquidez de um ativo está relacionada ao quão “como-dinheiro” ele é. Logo, os títulos de longo prazo do governo seriam considerados líquidos, assim como os créditos corporativos de curtíssimo prazo. Progressos estão sendo alcançados nesta área como resultado do desenvolvimento do conceito de *long-term funding ratio* (LTFR). Um ponto crítico, no entanto, é que se deve aplicar estas ideias entre os setores bancários e de seguros e não somente dentro deles, de modo a permitir que as diferenças naturais no tipo de *funding* e nos passivos sejam fonte de transferência de risco e resiliência do sistema.

De modo separado da alocação de riscos no sistema financeiro, atenção especial deve ainda ser atribuída à alocação dos riscos no tempo. No âmago de quase todas as crises financeiras encontra-se a excessiva alavancagem durante o *boom* que a antecede. Será importante também amenizar a possível subestimação dos riscos de crédito e

23. Nota dos editores: trata-se de uma janela de tempo na qual os investidores de *hedge funds* ou de outro veículo de investimento fechado não têm permissão para resgatar ou vender suas cotas. Este período de *lock-up* e sua periodicidade são determinados pelo fundo – por exemplo, a abertura para resgate apenas em quatro momentos distintos do ano – e ajudam os gestores destas carteiras a evitar problemas de liquidez, uma vez que o capital destes fundos por vezes é alocado em investimentos pouco líquidos.

24. Sobre a valoração contábil, eu propus anteriormente a utilização da contabilidade “*mark-to-funding*”, em que as avaliações são uma média ponderada dos recursos marcados a mercado e uma avaliação do fluxo de caixa descontado ou alguma outra medida de longo prazo, com os pesos sendo determinados pela maturidade do *funding* da instituição que detém os ativos. Sob *mark-to-funding*, os bancos usariam essencialmente a contabilidade a preços de mercado e não poderiam esconder-se atrás das regras de “segurar até o vencimento” pois, em um ambiente estressante, eles não possuem os recursos financeiros para segurar os ativos até o fim da maturidade. Por sua vez, um fundo de pensão de longo prazo, com obrigações que, em média, devem ser pagas em 20 anos e retém ativos de longo prazo, pode avaliar esses ativos utilizando uma medida de longo prazo, como os fluxos de caixa descontados, e não ser forçado a responder às mudanças diárias dos cotações. Ver Persaud (2010a).

liquidez pelos participantes do mercado e reguladores, talvez por meio de simples limites para a alavancagem e exigências variáveis no tempo de adequação do capital para descasamentos (*mismatches*) de crédito e liquidez.

### 5 CONCLUSÃO: VIVE LA DIFFÉRENCE (VIVA A DIFERENÇA)

A falácia da composição é forte em finanças. É possível que as firmas individuais atuem de tal maneira que seja seguro para elas, embora, ao mesmo tempo, tornem todo o sistema inseguro. É também possível que as firmas individuais ajam de formas idiossincráticas arriscadas, mas, em conjunto, criem robustez sistêmica. O sistema como um todo é maior que as partes que o compõem. A busca por estabilidade sistêmica possui as maiores externalidades sociais. Na limitação ou internalização destas externalidades é que deveria estar a linha que estabelece as falhas na regulação.

Conseqüentemente, organizar riscos no sistema financeiro de modo a limitar o risco sistêmico deveria ser o foco crítico da regulação financeira. No cerne desta organização está a apreciação de duas noções. Existem muitos tipos diferentes de risco, cada um com diferentes maneiras de ser coberto, e há uma diversidade de participantes no mercado com distintas capacidades para cobrir e absorver diferentes riscos. Trabalhar com estas diversidades é essencial para a criação de um sistema mais seguro, dado um determinado nível de riscos individuais. A diversidade existe naturalmente. Indivíduos, seguradoras, fundos de pensão, fundos de *private equity*, *hedge funds* e bancos possuem passivos diferentes, distintas maturidades em seu *funding* e habilidades variadas para cobrir seus riscos internamente.

Destruir diferenças em nome da padronização, da consistência e da diminuição da arbitragem regulatória pode ser a atitude certa a ser tomada quando se regula a indústria de gás natural, mas é algo altamente perigoso de se fazer em finanças. Homogeneidade é uma fonte de fragilidade financeira. Quando os participantes do mercado são artificialmente obrigados a vender ao mesmo tempo, e são induzidos a comprar ao mesmo tempo, os mercados tornam-se suscetíveis a instabilidades. Liquidez demanda diversidade. Um sistema é mais seguro se as instituições financiadas a curto prazo querem vender, e as financiadas a longo prazo desejam comprar.

Existem forças naturais a favor da homogeneidade tal como o colapso universal dos custos de informação e a abundância de dados e de poder de processamento. Portanto, aumentar artificialmente esta homogeneidade por meio de regras regulatórias e de contabilidade deve ser evitado se se deseja assegurar um sistema resiliente. O caminho para favorecer a heterogeneidade e a resiliência do sistema é organizar os diferentes riscos de modo que eles fluam para aqueles setores com capacidade de absorvê-los caso eles venham a explodir.

No sistema financeiro, as instituições, independentemente do seu nome, devem ter reservas de capital para uma possível incompatibilidade ou concentração de seus riscos de crédito e, separadamente, para a incompatibilidade ou concentração dos riscos de liquidez, e separadamente para a incompatibilidade dos riscos de mercado ou de quaisquer outros riscos. Dessa maneira, as instituições atrairão os riscos que elas são mais capazes de neutralizar ou absorver, tornando o sistema como um todo mais seguro para um dado nível de capital e riscos individuais. Simplesmente reservar mais capital não tornará o sistema mais seguro se os riscos são mantidos em lugares incapazes de retê-los.

O propósito desta organização dos riscos é tornar o sistema financeiro menos vulnerável a uma precificação equivocada de riscos individuais. Sempre existirão precificações equivocadas e uma tendência à subestimação coletiva dos riscos nos momentos de *booms* e supervalorização destes durante as crises. Um importante baluarte contra as crises financeiras não será somente uma melhor alocação dos riscos no sistema financeiro, mas também uma melhor alocação destes no tempo. Continuará sendo imperativo que qualquer avaliação de risco, incompatibilidades (*mismatches*) e concentração se inclinem na direção contrária do ciclo econômico com, por exemplo, exigências de capital sendo mais altas diante de um dado descaçamento nos episódios de *boom* que durante uma crise.

O velho arcabouço da sensibilidade ao risco, baseado nas percepções de risco do mercado, nunca poderia funcionar. Nos *booms*, nos quais se gostaria de ter instituições que reservassem mais capital e promovessem a desalavancagem em antecipação aos ajustes que se aproximam, as percepções de risco do mercado são baixas e decrescentes enquanto as percepções de valor, capital e liquidez estão superinfladas, permitindo ainda mais alavancagem, inflando o *boom* até instantes antes dele estourar. Este artigo estabeleceu um novo arcabouço para refletir a respeito do risco e da segurança financeira que tem o potencial de ser bem sucedido porque está enraizado em uma abordagem de gerenciamento do risco, em uma perspectiva sistêmica e no reconhecimento da natureza dos diferentes tipos de riscos financeiros e de capacidades de absorvê-los.

## REFERÊNCIAS

BRUNNERMEIER, M. *et al.* **The fundamental principles of financial regulation.** Geneva: ICMB/CEPR/NBER, July 2009. (Geneva Report on the World Economy, n. 11).

DIMSON, E.; MARSH, P.; STAUNTON, M. **Triumph of the optimists: 101 years of global investment returns.** New Jersey: Princeton University Press, 2002.

GOODHART, C. A. E.; PERSAUD, A. D. How to avoid the next crash. **The Financial Times**, 1 May, 2008.

\_\_\_\_\_. **Not far enough: recommendations of the UK's Independent Commission on Banking**. London: Vox.EU, May 2011.

GOODHART, C. A. E. **A history of banking regulation**. 2011. (forthcoming).

GRIFFITH-JONES, S.; PERSAUD, A. D. **The political economy of Basle II and its implications for emerging economies**. Santiago, Chile: ECLAC, 2003.

NUGEE, J.; PERSAUD, A. D. Redesigning regulation of pensions and other financial products. **Oxford Review of Economic Policy**, v. 22, n. 1, Spring 2006.

PERSAUD, A. D. **Sending the herd off the cliff edge: the dangerous interaction between herding and market sensitive risk management systems**. Jacques de Larosiere Award in Global Finance, First. Washington: IIF, 2000.

\_\_\_\_\_. **Liquidity black holes**. Helsinki, Finlândia: UNU, 2001 (UNU Discussion Papers).

\_\_\_\_\_. **The folly of VaR**. Gresham Lecture, 2 Dec. 2002a. Disponível em: <<http://www.gresham.ac.uk/lectures-and-events/the-folly-of-value-at-risk>>.

\_\_\_\_\_. Banks put themselves at risk in Basle. **The Financial Times**, Oct. 2002b.

\_\_\_\_\_. (Ed.). **Liquidity black holes: understanding, quantifying and managing financial liquidity risk**. London: Risk Books, Oct. 2003.

\_\_\_\_\_. Credit derivatives, insurance companies and liquidity black holes. **The Geneva Papers on Risk and Insurance**, v. 29, n. 2, Apr. 2004.

\_\_\_\_\_. **Regulation, valuation and systemic liquidity**. Paris: Banque de France, 2010a. (Financial Stability Review, n. 12).

\_\_\_\_\_. The locus of financial regulation. **International Affairs**, v. 86, n. 3, May 2010b.

PWC – PRICEWATERHOUSECOOPERS. **Lehman Brothers bankruptcy: lessons learned for the survivors**. Informational presentation four our clients. PricewaterhouseCoopers Financial Services Institute (FSI). Client Presentation. Aug. 2009. Disponível em: <<http://www.pwc.com/jg/en/events/Lessons-learned-for-the-survivors.pdf>>.

REINHARDT, C.; ROGOFF, K. **Eight hundred years of financial folly**. London: Vox.EU, May 2010.

RODRIK, D. **One economics many recipes**: globalization, institutions, and economic growth. New Jersey: Princeton University Press, 2007.

TURNER, A. How to tame global finance. **Interview Panel Prospect Magazine**, n. 162, 27 Aug. 2009.





## **HEDGE FUNDS E AS IMPLICAÇÕES PARA O BRASIL\***

Keiti da Rocha Gomes\*\*

Marcos Antonio Macedo Cintra\*\*\*

### **1 INTRODUÇÃO**

Na década de 1990, os mercados financeiros internacionais assistiram ao espantoso crescimento do segmento de *hedge funds* nos Estados Unidos. Surgidos nos anos 1960, estes veículos de investimento com propostas de gestão altamente alavancadas atraíram enormes volumes de capitais e impuseram às finanças globais formas inovadoras de administração de portfólios – porém de alto risco, sujeitas a elevados retornos e prejuízos. Concomitante à proliferação deste segmento, o sistema financeiro americano presenciava um profundo processo de transformações que resultou na ampliação do papel desempenhado pelos mercados de capitais, na redução da importância relativa dos bancos comerciais enquanto instituições de depósito e no forte movimento de desmantelamento das estruturas regulatórias.

Em meio a um quadro de euforia acerca da supremacia dos mercados financeiros, os *hedge funds* avançaram para além das fronteiras americanas e, ao longo dos anos 2000, ganharam força na Europa, posteriormente na Ásia e, mais recentemente, na América Latina. Algumas estimativas apontam que entre 2002 e o primeiro semestre de 2011 o volume financeiro alocado por estes veículos na região latino-americana acumulou um crescimento de quase 11 vezes – com destaque para o Brasil enquanto receptor majoritário destes capitais –, levando alguns analistas a falarem em “década do *hedge fund* latino”.

Por outro lado, as implicações trazidas pelo colapso do *hedge fund* Long-term Capital Management (LTCM) em 1998 revelaram as posições altamente alavancadas desses fundos, até então desconhecidas, e precipitaram reflexões sobre o potencial risco sistêmico decorrente dessas operações. No contexto da crise financeira internacional, a quebra, em 2007, de dois *hedge funds* criados pelo banco Bear Stearns – além da quase falência do próprio banco no ano seguinte –

---

\* Os autores agradecem a Maryse Farhi pela leitura e sugestões que contribuíram para a melhoria deste trabalho. As informações, opiniões e eventuais equívocos são de responsabilidade dos autores. Agradecem também aos comentários e aperfeiçoamentos sugeridos pelos colegas da Diretoria de Estudos e Realções Econômicas e Políticas Internacionais (Dinte) do Ipea.

\*\* Pesquisadora no Programa Nacional de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) da Diretoria de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais (Dinte) do Ipea.

\*\*\* Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais (Dinte) do Ipea.

expôs novamente para os mercados financeiros internacionais as complexas cadeias de posições alavancadas em hipotecas *subprime*, as conexões destes fundos com inúmeras instituições financeiras globais, e a capacidade destes veículos de determinar o sentido das negociações em diversos mercados e de disseminar comportamentos miméticos.

Orientado por esse cenário, este texto traz uma análise da evolução do segmento de *hedge funds* no contexto das transformações no sistema financeiro norte-americano, com especial atenção para o avanço destes veículos de investimento no mercado brasileiro, e discute a importância de se desenhar um marco regulatório mais direto para o setor. Além da introdução e das considerações finais, o trabalho organiza-se em três seções. Na segunda seção, são apresentadas as principais questões sobre o crescimento dos *hedge funds* nos Estados Unidos. Em seguida, na terceira seção, são analisadas as manifestações mais recentes deste processo na América Latina, especialmente no Brasil. E, na quarta seção, são discutidos os aspectos regulatórios relacionados ao segmento de *hedge funds*.

## 2 EVOLUÇÃO DO SEGMENTO DE *HEDGE-FUND*: UMA ANÁLISE A PARTIR DAS TRANSFORMAÇÕES NO MERCADO FINANCEIRO NORTE-AMERICANO

O termo *hedge fund* é utilizado para descrever um conjunto amplo de instituições de investimento com estrutura organizacional e legal conducente a um estilo mais agressivo de gestão de recursos. Normalmente, estão organizadas sob a forma de sociedades, na qual os investidores são sócios com responsabilidade limitada e operam internamente (*onshore*); ou em praças estrangeiras (*offshore*), a fim de burlar exigências regulatórias.<sup>1</sup>

Outra característica importante desses fundos de investimento está relacionada com a estrutura de incentivos para os seus gestores. Na maioria dos *hedge funds*, a remuneração destes profissionais é altamente sensível ao desempenho do portfólio, mediante a cobrança de uma *taxa de performance*, paga pelos investidores, cujo valor varia de acordo com os resultados alcançados pela gestão dos recursos.

1. Um grupo de investimento que normalmente é classificado como parte do universo dos *hedge funds* é o *commodity trading pools*, ou fundos especializados no mercado de futuros e/ou opções de *commodities*. Frequentemente, estes investimentos estão estruturados de forma semelhante às sociedades de *hedge funds*, porém são geridos pelos *commodity trading operators* (CTO) ou *commodity trading advisors* (CTA), estes representados por pessoas físicas ou jurídicas que realizam a gestão dos recursos de clientes investidores ou analisam o mercado futuro e os aconselham quanto à aplicação neste mercado. Aos CTA e CTO são exigidos os registros junto à Commodity Futures Trading Commission (CFTC), por meio da National Future Association, órgão autorregulador das operações de derivativos nos Estados Unidos, o que os diferencia dos típicos *hedge funds*. Além disso, os CTO e CTA estavam, inicialmente, limitados a operarem apenas com contratos de futuros, restrição que foi reduzida, ofuscando a distinção entre os dois tipos de fundos. Paralelamente, com o crescimento dos mercados de derivativos, os *hedge funds* se tornaram participantes significativos nas bolsas de derivativos financeiros dos Estados Unidos (e em âmbito global), forçando alguns destes fundos a se registrarem junto à CFTC como CTA ou CTO. Vale mencionar que o conhecido LTCM estava registrado como um CTO (Fung e Hsieh, 1999; Downes e Goodman, 1993). Neste texto, as duas categorias de fundos – *commodity trading pools* e *hedge funds* – são denominadas apenas de *hedge funds*.

Estes são usualmente medidos em termos absolutos ao invés de comparados com um conjunto amplo de fundos da mesma categoria – como usualmente ocorre com outros profissionais de gestão de ativos (os fundos mútuos). Além disso, frequentemente, uma parcela significativa do patrimônio do gestor é investida no próprio fundo, de modo a assegurar o alinhamento de interesse econômico entre o profissional e os demais sócios-investidores. Também é comum a imposição de restrições para as solicitações de resgates, visando minimizar potenciais problemas de liquidez nos mercados.

Historicamente, esses aspectos estruturais têm predominado entre os *hedge funds* e estimulado a adoção de estratégias de investimentos cada vez mais agressivas, o que traz implicações importantes para todo o sistema financeiro internacional. Antes de aprofundar estas questões, um breve relato sobre a evolução do segmento de *hedge funds* levanta informações pertinentes para a motivação desta análise.

### 2.1 Início: anos 1950 e 1960

Segundo Caldwell (1995), em 1949, o sociólogo e jornalista financeiro de 48 anos Albert Winslow Jones criou uma sociedade de investimento que posteriormente viria a ser registrada como o primeiro *hedge fund*. A estratégia inovadora de Jones era baseada em uma combinação de posições *short selling*<sup>2</sup> alavancadas, alicerçada na seleção conveniente dos ativos. Inerente a esta artimanha estava a preocupação com duas fontes primárias de risco em um portfólio: a escolha dos ativos e o risco de mercado – sendo que o esquema montado por Jones neutralizava ou minimizava o segundo risco<sup>3</sup> e mantinha o primeiro, daí o termo *hedge* (proteção). Cabe mencionar ainda que o fundo possuía uma taxa de incentivo cobrada de acordo com o desempenho auferido pelo gestor.

Apesar dos resultados consistentes e positivos, a sociedade de Jones permaneceu pouco conhecida em Wall Street, e sua estratégia possuía pouquíssimos seguidores, pelo menos até 1966, quando um artigo publicado na revista *Fortune*

---

2. *Short selling*, ou venda a descoberto, refere-se à venda de um ativo real ou instrumento financeiro que não se possui. Obtém-se o ativo mediante: i) aluguel deste; ou ii) aquisição no mercado à vista por meio da tomada de empréstimo para tal fim (Santos, 1998).

Cabe lembrar também que nos mercados norte-americano e europeu pode-se vender a descoberto, pagando-se uma módica multa em função do tempo de atraso para a entrega do ativo. Estas vendas (*naked short*) foram proibidas por um tempo no auge da crise.

3. Caldwell (1995) explica que uma típica operação realizada por Jones teria o seguinte formato: dado o capital de US\$ 1.000 ele utilizaria a alavancagem para adquirir ações no valor de US\$ 1.100 e, simultaneamente, venderia a descoberto ações no total de US\$ 400. O investimento bruto seria de US\$ 1.500 (150% do capital inicial), com uma exposição líquida no mercado de US\$ 700 (US\$ 1.100 – US\$ 400), ou seja, um portfólio 70% em posições compradas. Analisando o investimento bruto total (US\$ 1.500), US\$ 700 não estariam protegidos (*unhedge*), logo, este montante resultaria exposto tanto ao risco de mercado como ao risco de seleção de ativos. Por outro lado, os US\$ 800 restantes (US\$ 400 em posição comprada e US\$ 400 em posição vendida) estariam *dentro do hedge*, compreendidos em iguais montantes alocados em posições compradas e vendidas, ou seja, próximo do risco neutro de mercado. Este montante estaria exposto principalmente ao risco de seleção de ativos.

popularizou o fundo entre os investidores, enfatizando os retornos substancialmente maiores comparados aos melhores fundos mútuos da época. O fato desencadeou a primeira explosão do segmento de *hedge funds*, com a proliferação de dezenas de fundos nos anos seguintes.<sup>4</sup> Caldwell (1995) afirma que em uma pesquisa realizada pela Securities and Exchange Commission (SEC) no final de 1968, foram verificadas 215 novas sociedades de investimentos, das quais 140 eram de *hedge funds*.

Após essa rápida expansão (1967-1968), o segmento enfrentou um forte retrocesso, acompanhando o período de turbulências nos mercados – mais expressivo nos anos 1969-1970 e 1973-1974 –, quando muitos fundos sofreram perdas significativas e resgates de capital. Os *hedge funds* voltaram a operar em relativo anonimato até meados dos anos 1980, quando novamente uma revista, a *Institutional Investor*, voltou a chamar atenção dos investidores ao publicar um artigo, em 1986, sobre o desempenho do Fundo Tiger de Julian Robertson, que exibiu, em seis anos de existência, um retorno anual líquido de 43%. Desde então, a participação destes fundos no mercado tem crescido de forma espantosa, acompanhando a expansão e o aprofundamento dos mercados de capitais, além do desenvolvimento de novas tecnologias de monitoramento e gestão de risco e de novos instrumentos financeiros. Esta segunda expansão, muito mais intensa e duradoura, foi marcada por dois momentos com características particulares: dos anos 1980 até 1998; e nos anos 2000.

## 2.2 Expansão: final da década de 1980 e os anos 1990

Os dados das tabelas 1 e 2 ilustram o rápido crescimento experimentado pelo segmento de *hedge funds* a partir de meados da década de 1980. Dada a ausência da obrigatoriedade dessas entidades em reportarem suas operações, as estimativas sobre o tamanho deste setor são, frequentemente, baseadas em dados imprecisos, coletados por consultorias privadas e, portanto, não oficiais. Segundo a tabela 1, em 1985, eram estimados apenas 151 *hedge funds* em operação no mercado, número multiplicado por mais de três vezes em cinco anos, alcançando o patamar de 635 em 1990. Do mesmo modo, em 1995, a quantidade de fundos alcançou o auge de 1.515, aumento de quase 140% em relação a 1990 e crescimento médio aproximado de 20% ao ano (a.a). Os ativos geridos também exibiram forte elevação: em 1985 eram estimados em US\$ 5,9 bilhões. Em 1990, estes valores atingiram US\$ 40 bilhões e superaram o patamar de US\$ 80 bilhões nos anos de 1993, 1994 e 1997.

---

4. Michael Steinhardt e George Soros estavam entre aqueles que embarcaram na estruturação deste tipo de investimento. Posteriormente, ambos viriam a se tornar dois dos maiores gestores de *hedge funds* no mundo.

TABELA 1  
**Hedge funds: número de fundos e ativos geridos (1985-1997)**

	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Número de fundos	151	635	778	999	1221	1414	1515	1439	1278
Ativos geridos <sup>1</sup>	5,9	40,8	46,7	59,2	85,7	83,1	73	72,2	81,7

Fonte: Fung e Hsieh (1999).

Nota: <sup>1</sup> Em bilhões de dólares.

De forma semelhante, os dados da tabela 2 também explicitam um progressivo aumento na quantidade de *hedge funds* nos anos 1990, partindo de 130 fundos no início do período e alcançando 1.146 em 2000 – um acréscimo superior a sete vezes o número de fundos em 1990. Explicitam ainda a explosão dos volumes de ativos geridos: US\$ 10,2 bilhões em 1990, saltando para US\$ 132,1 bilhões em 1997, e caindo para US\$ 121,9 bilhões em 2000. De forma mais ampla, o estudo de Tsatsaronis (2000) mostra ainda alguns observadores deste setor no final de 1999 com estimativas em torno de 5 mil fundos em operação, um crescimento equivalente a quatro vezes em relação ao registrado dez anos antes. Os ativos sob gestão teriam crescido em um ritmo duas vezes superior a este, ultrapassando US\$ 300 bilhões.

TABELA 2  
**Hedge funds: número de fundos e ativos sob gestão (1990-2000)**

	1990	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Número de fundos	130	689	779	993	1.114	1.089	949	1.146
Ativos geridos <sup>1</sup>	10,2	70,3	71,2	99,2	132,1	127,9	130,9	121,9

Fonte: Tsatsaronis (2000).

Nota: <sup>1</sup> Em bilhões de dólares.

Um aspecto interessante dessa persistente progressão é que ela ocorre concomitante às condições muito favoráveis nos Estados Unidos – a “nova economia” (ou “bolha” das empresas de tecnologia ou “pontocom”) – e às condições muito adversas em diversos mercados financeiros marcados por momentos de extrema volatilidade.<sup>5</sup> Esta elevada presença de investidores seguidores da estratégia *hedge fund* é apontada por alguns estudiosos como um dos principais fatores que contribuíram para as recorrentes minicrises dos anos 1990. Episódios como o ataque especulativo ao Mecanismo de Taxas de Câmbio da Comunidade Europeia (MTCCE) em 1992, a crise mexicana de dezembro de 1994, a crise financeira e cambial dos países asiáticos em 1997, o colapso do LTCM em 1998, a moratória

5. Na verdade, a volatilidade está na origem da criação dos mercados derivativos financeiros, retroalimenta-os e permite seu crescimento. São inúmeros os exemplos de mercados que perderam a liquidez quando a volatilidade se reduziu. Não há necessidade de mecanismos de *hedge* em mercados estáveis, onde tampouco existe a possibilidade de ganhos especulativos (Farhi, 1997; Cintra, 2000; Aglietta, 2004).

rusa no segundo semestre de 1998 e a mudança de regime cambial do real em janeiro de 1999 expuseram para o mundo o potencial desestabilizador destes novos agentes e investimentos.<sup>6</sup> Logo, para estudar a evolução deste segmento, deve-se compreender como a explosão dos *hedge funds* está inserida em um contexto ainda mais amplo de transformações – com reflexos em âmbito global – no sistema financeiro americano.

### 2.2.1 Evolução dos *hedge funds* e as transformações no sistema financeiro norte-americano

Como sugerido, os últimos vinte anos do século XX foram acompanhados por um crescente movimento de liberalização e desregulamentação dos mercados financeiros, liderado pelas praças norte-americanas, com reflexos indiscutíveis no papel do sistema bancário e na ascensão dos chamados investidores institucionais.<sup>7</sup> Não obstante o quadro em curso de aperfeiçoamento das técnicas de monitoramento e gestão dos riscos e das inovações financeiras que impõe mudanças nos mercados, a transformação do sistema financeiro dos Estados Unidos foi realimentada pela ação dos legisladores e dos órgãos reguladores no dismantelamento dos diversos controles impostos durante a Grande Depressão (Glass-Steagall Act de 1933 e Securities Exchange Act de 1934).

A remoção gradual dos tetos sobre as taxas de juros dos depósitos a prazo captados e dos empréstimos concedidos pelos bancos e instituições de poupança<sup>8</sup> pelo Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (1980) foi especialmente importante. Regularizaram-se também as contas-correntes remuneradas (*NOW-Accounts*, *ATS-Accounts*, *SUPER NOW-Accounts*) que proliferaram no interior das instituições depositárias. E autorizou-se o engajamento das associações de poupança e de empréstimos em operações com cartão de crédito, em empréstimos comerciais (a pessoas físicas e imobiliárias), em contas remuneradas e em fundos do mercado monetário, bem como a expansão dos empréstimos para a aquisição,

6. Há uma ampla literatura disponível sobre a dinâmica dos mercados financeiros neste período. Sobre o papel dos instrumentos de *hedge* na crise no sistema monetário europeu, ver Kregel (1994) e Baer *et al.* (1994). Para a crise asiática, ver Kregel (1998). Sobre a crise brasileira, ver Farhi (1999; 2001). Eichengreen (2011, p. 89-91) afirma: “em 1992, George Soros, investidor húngaro-americano, mobilizou, sozinho, bilhões de dólares, numa aposta contra a libra. (...) Na segunda semana de setembro, a magnitude da aposta de George Soros contra a libra esterlina vazou convenientemente para a imprensa. (...) Desesperado, o Banco da Inglaterra aumentou sua taxa de juros básica de 10% para 12% na manhã seguinte, e anunciou a intenção de elevá-la ainda mais. Porém, a iniciativa não acalmou os investidores. (...) Pouco antes da meia noite, o Comitê Monetário da Comunidade Europeia aceitou o pedido da Inglaterra de que retirasse sua moeda do Mecanismo de Taxa de Câmbio...”. Ver também Reinhart Rogoff (2008) e BIS (2000, p. 65-66).

7. Investidores institucionais (*institutional investor*) compreendem as organizações que gerem grandes volumes de valores mobiliários. Alguns exemplos são os fundos de investimento, companhias de seguros, fundos de pensão, fundos soberanos, fundos de sindicatos, planos de participação nos lucros da empresa e recursos de fundações de faculdades, fundos *private equity* e outras formas de investimento coletivo, como os *hedge funds*. Geralmente, mais de 50% e, algumas vezes, mais de 70% da negociação diária na Bolsa de Valores de Nova York (New York Stock Exchange – NYSE), são realizados por investidores institucionais (Downes e Goodman, 1993).

8. A Regulation Q havia proibido também o pagamento de juros sobre os depósitos à vista. Em 1966, os tetos foram estendidos às instituições de poupança, a captação foi fixada em 5,25% ao ano (a.a.) e os empréstimos entre 7% e 9% a.a., sendo que as taxas das instituições de poupança foram estabelecidas 0,25% acima dos depósitos bancários.

desenvolvimento e construção de imóveis (GUTTMANN, 1994). Simultaneamente, os bancos comerciais começaram a expandir suas operações para atividades proibidas pelo Glass-Steagall Act. Muitas instituições instalaram áreas de *underwriting* e negociação de ativos (títulos e ações) em subsidiárias legalmente distintas, conseguindo, dessa forma, contornar as restrições legais que separavam os bancos comerciais dos bancos de investimentos. Os bancos comerciais securitizaram uma parcela de seus empréstimos, oferecendo-os em pacotes negociáveis no mercado, e estabeleceram suas operações de administração de fundos de investimento. Expandiram-se também as operações de prevenção contra riscos de preços (*swaps*, futuro e opções), que não apareciam nos balanços (*off-balance sheet*). Em suma, a segregação das instituições com atividades de depósito e de investimento foi paulatinamente sendo removida<sup>9</sup> com o envolvimento dos bancos em posições nos mercados de capitais e em operações *fora do balanço*. Nesse cenário, a aprovação do Gramm-Leach-Bliley Financial Modernization Act (1999), permitindo a formação da chamada *holding* financeira (*financial holding companies*), confirmou a tendência de expansão dos grandes bancos para as atividades típicas de bancos de investimento, além da administração de ativos e operação no mercado de seguros (CINTRA e CAGNIN, 2007). Este progressivo envolvimento dos bancos em posições nos mercados de capitais transformou-os em complexos “supermercados financeiros”.

Somado a isso, em meio ao ambiente de maior concorrência, teve início um gigantesco processo de concentração e de expansão internacional dos bancos americanos, movimento que se estendeu ao longo dos anos 1980 e 1990. O Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act (1994) eliminou as restrições geográficas às filiais interestaduais (McFadden Act de 1927), facultando aos bancos a possibilidade de formar uma rede nacional de filiais em todos os estados (*coast-to-coast branch banking*), bem como de aceitar depósitos interestaduais. Este levantamento das restrições geográficas sobre a atividade bancária representou um fator importante na transformação (concentração) do setor, pois criou um ativo mercado de controle corporativo bancário (*market for corporate control in banking*).

---

9. Sobre os objetivos dessa regulamentação, Kregel (2011) explica: “(...) a legislação claramente reconheceu que as dificuldades haviam sido causadas pelo declínio da rentabilidade dos bancos comerciais. Assim, uma regulação eficaz havia de ser compatível com a restauração da rentabilidade dos bancos comerciais. Na época dos novos regulamentos, cerca da metade dos ganhos dos bancos nacionais haviam sido gerados pelas atividades nos mercados de capitais. Para substituir essa fonte de ganho, agora proibida, esta [legislação] estabeleceu um monopólio sobre os depósitos e limitou as atividades extras dos bancos através da garantia para depósitos bancários oferecidos pela Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), e do limite de custos dos fundos de depósitos por meio da Regulation Q (define juros zero para os depósitos à vista)” (Kregel, 2011, p. 4, tradução nossa).

No original: “(...) the legislation clearly recognized that the difficulties had been caused by the declining profitability of commercial banks. Thus, effective regulation had to be compatible with a restoration of the profitability of commercial banks. At the time of the new regulations, roughly half of National bank earnings were generated by capital market activities. To substitute these now forbidden sources of earnings it provided a monopoly on deposits and limited over-banking through the Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) deposit insurance, and limiting the costs of deposit funds through Regulation Q (setting interest on demand deposits at zero)”.

Simultaneamente, os investidores institucionais passaram a gerir parcela expressiva do estoque de riqueza financeira, determinando a dinâmica dos mercados financeiros. O incremento de investidores institucionais incentivou as corporações, os estados locais e as instituições financeiras a tomarem recursos nos mercados de capitais por meio da emissão de notas, bônus, *commercial papers*, ações e empacotamento e securitização de títulos e hipotecas. Tal pressão sobre a demanda de instrumentos financeiros seguiu amplificada especialmente pela crescente presença dos *hedge funds* nesta categoria de investidores, em razão, principalmente, da intrínseca maior propensão em assumir posições fortemente alavancadas. Dessa forma, a explosão no número de *hedge funds* nos anos 1980 e 1990, apontada anteriormente, acompanhou e, certamente, estimulou um movimento ainda mais profundo de ampliação do papel desempenhado pelos mercados de capitais no sistema financeiro americano, com a centralização do capital nos fundos de pensão e fundos de investimentos, e a atuação dos bancos enquanto “supermercados financeiros”.

Enfim, o acirramento da concorrência induziu o setor bancário a seguir ingressando em segmentos altamente arriscados, porém muito rentáveis, passando a atuar como *dealer* no mercado de derivativos, a oferecer produtos de *hedge* financeiro e, de modo a driblar algumas restrições prudenciais, a estruturar operações que não eram evidentes aos controles contábeis – as chamadas operações “fora do balanço”. Tais estruturas viriam posteriormente, nos anos 2000, a compor o chamado *shadow banking system*.<sup>10</sup>

Esse ponto adquire singular importância, uma vez que a alavancagem dos *hedge funds* tem como contrapartida o crédito bancário ou a emissão de dívidas no mercado monetário de curto prazo (bancos de investimento). Vários estudos apontam o setor bancário, incluindo os bancos de investimento, como o maior fornecedor de *funding* para as transações executadas por estes fundos.<sup>11</sup> Além disso, muitos dos *hedge funds* foram criados e geridos pelos próprios bancos, frequentemente incorporados à estrutura dos conglomerados, porém “fora do balanço” da instituição.

Dessa forma, o contexto de concentração bancária nos Estados Unidos – com o decorrente fortalecimento das grandes instituições financeiras – e de centralização do capital na esfera dos mercados de capitais proporcionou aos *hedge funds* as condições ideais para a sua ascensão. Por conseguinte, es-

---

10. O termo “*shadow banking system*” foi cunhado por Paul McCulley para designar as estruturas financeiras que embora operassem de forma legal no mercado americano estavam completamente fora da esfera de regulação aplicada aos bancos pelo Fed. Para entender como estas instituições operavam no mercado imobiliário dos Estados Unidos, ver McCulley (2009).

11. Hildebrand (2005), Nyberg (2008) e Aglietta, Khanniche e Rigot (2010).



tas transformações, nas quais esses fundos participaram de forma destacada, impuseram aos mercados financeiros uma dinâmica fundamentalmente instável, algo já característico dos mercados de capitais, porém agora ainda mais vulneráveis aos impactos das ondas de euforia e de pessimismo dos investidores.<sup>12</sup> A presença dos *hedge funds*, ao ampliar a adoção de posições altamente alavancadas, elevou os riscos nestes mercados, tornando-os mais suscetíveis aos humores dos investidores – algo que, a despeito das diferentes regulamentações nos diversos países, tendeu a generalizar-se pelos diferentes sistemas financeiros domésticos. Em meio a tantas transformações, não surpreendem, portanto, as várias turbulências enfrentadas pelos mercados durante os anos 1980 e 1990.

### 2.2.2 Caso LTCM

Em princípio, acreditava-se que a proliferação dos investidores traria efeitos benéficos para os mercados financeiros. Entre os entusiastas dos *hedge funds* predominava a visão na qual estes agentes, ao atuarem com maior velocidade e de maneira mais flexível, seriam capazes de dispersar os riscos – de crédito e de mercado – entre um número maior de agentes, contribuindo para a redução da fragilidade do sistema. Além disso, como uma das principais estratégias destes fundos é localizar e explorar as avaliações incorretas de preços, a queda acentuada nas cotações de um ativo seria apreendida como oportunidade para estes investidores ingressarem no mercado como compradores. Esta atitude contrária à tendência teria um papel importante na melhoria dos processos de precificação em todo o sistema financeiro, contribuindo para que refletissem corretamente os riscos subjacentes. Sob esta lógica, estando os preços mais bem definidos, tanto a distribuição dos recursos quanto a administração dos riscos na economia ocorreria de forma mais eficiente. Logo, neste novo e complexo mercado que emergia, caberia aos *hedge funds* exercer um papel fundamental na ampliação da liquidez do sistema, uma vez que teriam disposição e capacidade técnica e financeira para assumir riscos quando os demais investidores não o fizessem.<sup>13</sup>

---

12. Para um debate mais profundo sobre as consequências dessas transformações, ver Cintra e Cagnin (2007) e Freitas e Cintra (2008).

13. Avinash Persaud neste volume discorre sobre a importância de se organizar os riscos nos sistemas financeiros de modo a limitar as suas propagações sistêmicas. O autor defende haver diferentes tipos de riscos e uma diversidade de participantes nos mercados com distintas capacidades e propensões para a absorção dos riscos. Na caracterização do autor, os fundos especulativos não estariam na posição de suportar posições arriscadas por um período longo e necessário de tempo. Logo, entender e trabalhar adequadamente com essa diversidade de participantes é essencial para a criação de um sistema financeiro resiliente.

No entanto, essa visão, embora ainda presente entre estudiosos, foi fortemente abalada pela abrupta quebra do LTCM em 1998,<sup>14</sup> fato que marcou a história dos *hedge funds*. Naquele ano, as incertezas introduzidas pela moratória da dívida russa deram origem a uma dinâmica altamente volátil dos preços dos ativos, com repercussões nos mercados financeiros globais. Este ambiente foi especialmente trágico para as estratégias de investimento baseadas em relações de preços históricos – como era o caso da maioria dos *hedge funds*. Entre eles, o LTCM, fundo especializado na alavancagem de posições apoiadas na arbitragem de preços relativos, financiado, majoritariamente, por créditos ofertados por várias instituições financeiras, exibiu um portfólio extremamente exposto ao risco.<sup>15</sup> Em agosto de 1998, o valor nacional total dos contratos de derivativos financeiros contraídos pelo fundo superava o montante de US\$ 1 trilhão, exposição que ajudava a compor um portfólio que excedia o valor do patrimônio sob gestão em mais de 25 vezes. Segundo Tsatsaronis (2000), o fundo foi, indiscutivelmente, o usuário mais ativo das operações de *swap* de taxas de juros do mundo, com contratos que somavam US\$ 750 bilhões.

Com o agravamento do cenário internacional, os gestores do fundo foram incapazes de conter a sua deterioração financeira. Entre julho e agosto, as perdas superavam a metade do patrimônio do fundo, somando mais de US\$ 2,3 bilhões, fase na qual a exposição em ativos financeiros havia crescido, atingindo cerca de US\$ 120 bilhões, um índice de alavancagem de quase 45 vezes. Em meio às incertezas quanto às possíveis perdas generalizadas decorrentes da quebra do LTCM, envolvendo não apenas as contrapartes imediatas mas também as ramificações das transações entre um número desconhecido de agentes, e dado o quadro de fragilidade dos mercados financeiros naquele momento – o que agravava o risco de uma turbulência sistêmica –, o Federal Reserve (Fed) foi levado a intervir para evitar o colapso do fundo. Um consórcio de quatorze credores<sup>16</sup> injetou US\$ 3,6 bilhões no fundo em troca da participação acionária de 90% e do controle sobre a gestão do portfólio. O anúncio do resgate encerrou as preocupações quanto ao futuro do empreendimento que, ao final de 1998, voltava a exibir ganhos.

O episódio do LTCM intensificou os questionamentos acerca do poder desestabilizador dos *hedge funds*, precipitando, segundo Bernanke (2006), a primeira reflexão profunda dos formuladores de políticas e órgãos reguladores acerca

---

14. Antes, vale mencionar o ataque especulativo ao MTCCE, em 1992, que, para muitos, foi um marco na demonstração do poder e da habilidade do mercado financeiro, em especial os *hedge funds*, em aniquilar os objetivos das políticas econômicas em vigor (Tsatsaronis, 2000, p. 65-66).

15. Mais detalhes sobre as operações do LTCM são apresentadas na seção 4 desse trabalho.

16. Entre os quais UBS, Goldman Sachs e Merrill Lynch.

do potencial risco sistêmico decorrente das operações destes investidores.<sup>17</sup> Esta preocupação sistêmica esteve principalmente centrada em duas dimensões que contrariavam os esperados benefícios destas formas de investimento. Primeiro, o comportamento conjunto dos *hedge funds* durante os períodos de turbulência poderia ampliar, ao invés de reduzir, os efeitos dos choques sobre os mercados, intensificando o movimento de variação dos preços e/ou provocando danos ao sistema financeiro quando este precisasse funcionar adequadamente. Segundo, a quebra de um grande *hedge fund* ou de um grupo de fundos poderia impactar significativamente instituições financeiras, tanto por meio da exposição direta ao fundo (empréstimos), como em razão de perdas resultantes do abalo sobre outros mercados nos quais a instituição estivesse exposta.

Esses questionamentos repercutiram negativamente sobre o segmento, resultando em uma retração na quantidade de fundos nos anos 1998 e 1999. Os dados da tabela 2 ilustram este efeito. Em 1997, foram reportados 1.114 fundos, número que caiu para 1.089, em 1998, e para 949, em 1999, uma retração de 2% e 12,8%, respectivamente, os primeiros valores negativos da série desde o final dos anos 1980.<sup>18</sup>

### 2.3 Anos 2000

Apesar desse abalo, os anos 2000 foram marcados pelo progressivo fortalecimento desse segmento, culminando em uma nova explosão de *hedge funds*. De acordo com Aglietta, Khanniche e Rigot (2010), a quantidade destes fundos no mundo passou de quase 3.800 no começo de 2000, para mais de 10 mil ao final de 2007, enquanto os ativos sob gestão, que totalizavam US\$ 490 bilhões em 2002, quase quadruplicaram, atingindo o patamar de US\$ 1,860 trilhão em 2008, aumento que somente foi interrompido com o agravamento da crise financeira na metade do ano de 2008. De forma semelhante, entre 2000 e 2007, as estimativas do gráfico 1 mostram que houve um crescimento de 2,5 vezes no número de fundos, explicado pelo ritmo acentuado da quantidade de lançamentos no período, dinâmica também abruptamente interrompida na ocasião da crise. Este excepcional crescimento levou os *hedge funds* a assumirem um papel central no sistema financeiro, não apenas por conta da sua expressiva quantidade e tamanho, mas, especialmente, em razão das diferentes e inovadoras estratégias de gestão de ativos,

---

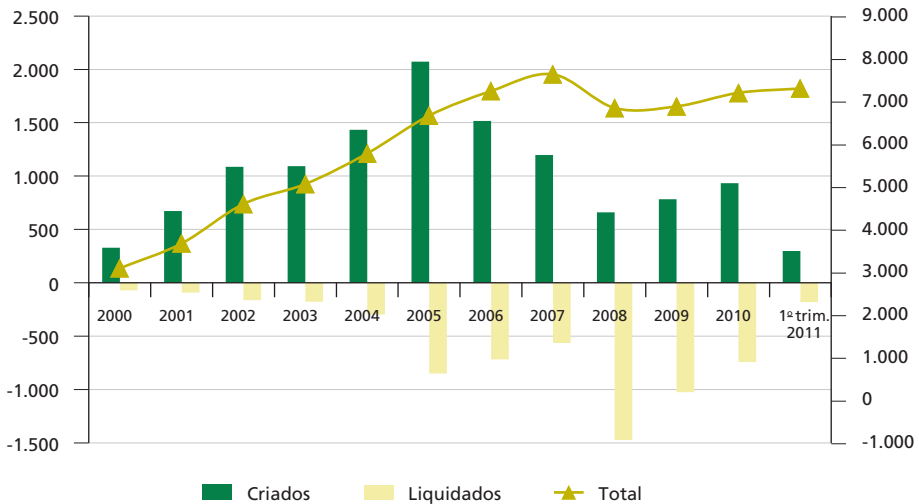
17. Esse ponto remete às recomendações do Working Group on Financial Markets (WGFM) publicadas no relatório intitulado *Hedge funds, leverage, and the lessons of Long-Term Capital Management*, em abril de 1999, e que será objeto de discussão na seção 4 deste trabalho.

18. Ainda segundo Tsatsaronis, nos dois anos seguintes à quebra do LTCM, três dos mais famosos *hedge funds* da época perderam destaque no mundo dos investimentos em meio a uma hemorragia de recursos dos investidores. O LTCM ficou muito aquém da meta de arrecadação de recursos apesar da promessa de um perfil menos agressivo da nova gestão. Do mesmo modo, a família de fundos Tiger foi liquidada após ser incapaz de reverter o desempenho decepcionante e não suportar a saída massiva de investidores. Pouco depois, a família de fundos Quantum anunciou o fechamento de alguns fundos e a adoção de uma estratégia de investimento menos oportunista (Tsatsaronis, 2000).

demasiado especulativas, e das regras de supervisão ainda mais flexíveis aplicadas a estes investimentos em relação às outras categorias de fundos, fatores que tornaram este segmento sujeito a elevados retornos e prejuízos, dados os altos riscos.

GRÁFICO 1

Estimativa do número de *hedge funds* lançados e liquidados e o total do segmento (2000 a 1º trim. 2011)



Fonte: Hedge Fund Research (HFR).

Na medida em que se consolidavam no mercado, os *hedge funds*, enquanto fonte de disseminação de inovações financeiras, desenvolveram operações e artifícios de alocação de recursos que diversificaram tanto os instrumentos das negociações como as estratégias de remuneração dos portfólios (objetos-alvos das negociações). Para Tsatsaronis (2000), é importante distinguir duas categorias de investimento perseguidas por esses fundos. A primeira compreende as posições direcionais – orientadas pela expectativa de apreciação ou declínio do preço de um determinado ativo –, baseadas na aposta de que a vigente paridade entre os preços dos ativos não é sustentável. Esta categoria engloba os chamados fundos *global* e *global macro*. A segunda abarca os estilos que objetivam explorar as anomalias da precificação ou as distorções temporárias nos preços dos ativos, utilizando mecanismos que se aproximam da estratégia de Alfred Jones. Além das diversas posições *short* e *long* em ativos semelhantes, o uso da alavancagem como forma de maximizar os ganhos é frequente, uma vez que as discrepâncias de preços exploradas são usualmente pequenas. Recorrem ainda

aos derivativos financeiros, normalmente negociados no mercado de balcão,<sup>19</sup> com o objetivo tanto de assumir posições, como de isolar o retorno do fundo de outros fatores de riscos não relacionados diretamente com os desvios de preço da estratégia principal. Os chamados fundos *market neutral* ou *relative value arbitrage* são representativos desta segunda categoria.<sup>20</sup>

Outro estilo de fundo que ganhou grande destaque nos anos 2000 é o chamado *quant funds*. A principal característica deste tipo de *hedge fund* – surgido na década de 1990 – é que as decisões de investimento são baseadas predominantemente em modelos quantitativos (análise técnica, procurando definir tendência de preço). Com os avanços computacionais na área de processamento de dados, tem sido possível desenvolver métodos matemáticos e estatísticos cada vez mais sofisticados e com enorme capacidade de interpretação de dados e velocidade de negociação nos mercados eletrônicos. Muitos destes fundos pertencem à segunda categoria listada anteriormente, uma vez que são típicos seguidores da estratégia *long-short* ao mesmo tempo em que assumem posições neutras em outros fatores de risco. Não surpreendentemente, a proliferação deste tipo de fundo introduziu nas praças financeiras agentes com descomunal velocidade de exercer e desmontar posições, levantando críticas e despertando a atenção de profissionais da área.<sup>21</sup>

19. Os instrumentos derivativos podem ser negociados em bolsas (*exchange-traded*) ou no mercado de balcão (*over-the-counter*). No mercado de balcão, as operações são realizadas entre dois agentes, enquanto nas bolsas ocorrem entre o agente e a bolsa, que funciona como uma *clearing house*, ou seja, o agente que efetua as compensações das posições credoras e devedoras dos participantes. Os mercados organizados de derivativos financeiros dispõem de uma regulamentação extremamente detalhada, que estabelece as condições de negociação, a definição do produto, a quantidade unitária de cada contrato, a moeda de pagamento e os vencimentos das operações. Além disso, o risco de crédito é relativamente limitado, pois a bolsa ou a câmara de compensação assume a contrapartida das operações. Os mercados de balcão primam pela ausência de normas e especificações dos diversos instrumentos negociados, permitindo que se adaptem às necessidades dos usuários. Ou seja, nos mercados de balcão, pode-se montar operações sob medida (em termos de volume, prazo, preço futuro e outras variáveis), dificultando os processos de regulamentação e supervisão por parte das autoridades. Como os contratos do mercado de balcão não são padronizados, possuem menor grau de liquidez (Farhi, 1998).

20. O trabalho de Fung e Hsieh (1999), baseado nos relatórios da Managed Account Reports (MAR), traz outra classificação para os estilos de investimento dos *hedge funds*. São eles: *even-drive*, *global*, *global macro*, *market neutral*, *sectors*, *short-sellers* e *long-only*. Em linhas gerais, estes sete estilos guardam uma relação com as duas categorias do Tsatsaronis (2000), publicado pelo Bank for International Settlements (BIS), que propõe resumir em dois grupos a filosofia fundamental subjacente a todos os estilos de investimento. Neste trabalho, optou-se por apresentar a classificação mais geral, no entanto, recomenda-se a leitura das categorias mais detalhadas para o conhecimento de aspectos mais específicos de cada estilo. Ver tabela A.1, no apêndice, para um breve resumo destas estratégias.

21. "As operações de alta frequência são realizadas por programas de computadores por meio de algoritmos que compram e vendem ativos financeiros em milésimos de segundos. Estas representam mais de 50% do volume diário de negócios com ações. O mergulho abrupto da New York Stock Exchange (NYSE), em 06 de maio de 2010, quando houve desvalorização das cotações de US\$ 862 bilhões em menos de 20 minutos, levou os órgãos reguladores a questionarem se os agentes financeiros (bancos de investimento, gestores de fundos de investimento, *hedge funds*) seriam capazes de controlar as operações de alta velocidade executadas por programas com algoritmos. A Securities and Exchange Commission (SEC), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) dos Estados Unidos, adotou mecanismos de interrupção de negócios com ações (*circuit breaker*) cujo preço oscila mais de 10% em cinco minutos. O *circuit breaker* já foi acionado, por exemplo, quando um programa de algoritmo tentou executar, em dois segundos, 10% do volume negociado diariamente com uma ação. Grandes operadores do mercado, por sua vez, também reprogramaram seus computadores para diminuir ou interromper os negócios quando os preços se moverem de maneira pouco usual" (Ipea, 2011).

Assim, o expressivo crescimento desse segmento nos anos 2000, acompanhado da maior diversificação dos objetivos de gestão e da multiplicação de novos instrumentos financeiros altamente arriscados, levou vários especialistas a batizarem o período como a “*década do hedge fund*” (ECCLESTONE, 2009). Para muitos, a maior heterogeneidade alcançada por este grupo de fundos no início do novo século seria a garantia da conquista de um modelo mais eficiente na alocação dos recursos e na dispersão dos riscos (NYBERG, 2008). O entusiasmo com o novo cenário levou vários agentes a realizarem aportes volumosos neste tipo de gestão, na ilusão de terem finalmente adquirido um investimento altamente lucrativo e livre de risco.

No entanto, uma análise um pouco mais profunda sobre as características dessa nova fase traz, ao contrário da visão anterior, evidências de um progressivo aumento da fragilidade sistêmica dos mercados. Nesta direção, os estudos de McGuire e Tsatsaronis (2008) tentam estimar a alavancagem dos *hedge funds* e concluem que, apesar de existir uma considerável diversidade nas estratégias de investimentos entre as famílias destes fundos, há uma notável similaridade nas suas exposições de risco. Para os autores, os fatores de riscos mais significativos e frequentes são os relacionados ao mercado acionário, particularmente as ações norte-americanas. Em outras palavras, apesar dos diferentes objetivos, os *hedge funds* caminham posicionados sobre os mesmos fatores de risco, anulando, portanto, qualquer eventual efeito positivo de uma possível heterogeneidade entre os agentes.

Paralelamente a essa questão, emerge a preocupação com as possíveis ramificações das transações realizadas por esses fundos decorrente do excessivo uso de alavancagem. Isto se torna especialmente relevante quando se nota que, em razão da não obrigatoriedade dessas instituições de fornecer qualquer tipo de informações sobre as suas operações, pouco se conhece sobre o verdadeiro tamanho das suas exposições e a real extensão das contrapartes envolvidas.<sup>22</sup> Embora este fator não represente uma novidade na história dos *hedge funds*, ele adquire particular relevância neste novo ciclo.

Isso porque um aspecto já comentado sobre esses fundos refere-se a sua estreita ligação com o setor bancário. Conforme observado anteriormente, o aumento dos *hedge funds* na década de 1990 foi acompanhado de transformações no sistema financeiro com implicações, sobretudo, no tocante ao papel e ao tamanho dos bancos. No recente ciclo de expansão – anos 2000 –, o segmento encontrou um setor bancário consolidado e fortemente concentrado na figura de grandes “supermercados financeiros” – estes centralizando grande parcela da riqueza e,

---

22. Essa não obrigatoriedade atinge particularmente os pequenos *hedge funds* que atuam localmente e os grandes fundos sediados em praças *offshore*.

consequentemente, com enorme potencial para aventuras financeiras.<sup>23</sup> A junção destes dois fatores – poucos e grandes bancos com explosão de agressivos *hedge funds* – deu origem a ligações ainda mais complexas entre estes dois agentes, ultrapassando o fato de muitos destes veículos terem sido criados e/ou serem geridos pelos próprios bancos.<sup>24</sup> O maior apetite das instituições bancárias por mecanismos de valorização financeira encontrou na criatividade (maior flexibilidade) dos *hedge funds* o canal ideal para a busca de rentabilidade dos seus portfólios, retroalimentando, assim, a expansão destes veículos de investimentos.<sup>25</sup>

Uma das recorrentes operações financeiras sintomáticas dessa complexa simbiose decorre da criação das *securities repurchase* (repo),<sup>26</sup> inicialmente desenvolvidas para transações de curtíssimo prazo, envolvendo venda com compromisso de recompra de títulos públicos. Segundo Kregel (2010), os bancos de investimento perceberam que poderiam financiar posições especulativas dos *hedge funds* por meio de vultosos empréstimos, recebendo como *collateral*<sup>27</sup> títulos que poderiam ser emprestados novamente a terceiros. Tais empréstimos eram realizados sob a

---

23. Mesmo na percepção de Timothy Franz Geithner, secretário do Tesouro americano, e um entusiasta dos *hedge funds*, o capital alocado em bancos e em partes do sistema financeiro atreladas a bancos teria aumentado significativamente, em termos absolutos, no início dos anos 2000 – ou seja, os intermediários financeiros estariam significativamente maiores em 2004 que em 1998. Por outro lado, o número de *hedge funds* e o capital sob gestão neste segmento teriam aumentado drasticamente desde 1998 – em um movimento significativamente mais rápido que o verificado para os ativos totais do sistema financeiro. Paralelamente, na percepção de Geithner (2004), a exposição total de bancos e intermediários financeiros não bancários aos *hedge funds* seria muito maior em 2004 em comparação com 1998, embora caracterizada pela maior diversidade de posições no período mais recente.

24. “A maioria dos bancos investem seus próprios recursos em *hedge funds*, e substancialmente mais bancos realizam alocações em fundos administrados por empresas desconexas ao invés de fundos do próprio banco ou de subsidiárias deste” (ECB, 2005, p. 12, tradução nossa).

Original: “Most of the banks invested their own money in *hedge funds*, and substantially more banks made allocations to funds managed by unconnected management firms rather than by the bank or its subsidiaries”.

25. “Ultimamente, pessoas de patrimônio elevado e investidores institucionais têm buscado exposição em *hedge funds* e, em resposta a isso, os bancos têm tanto oferecido seus próprios *hedge funds* ou de terceiros, como também ofertado produtos estruturados de *hedge funds* para tais investidores. Para alguns bancos, os *hedge funds* têm sido clientes de longa data e a prestação de serviços para estes fundos tem sido um ramo de negócio importante” (*op. cit.*, p. 11, tradução nossa).

Original: “Lately, high-net-worth individuals and institutional investors have been seeking exposure to *hedge funds* and, in response to that, banks have been either offering their own or third-party *hedge funds* or selling structured *hedge fund* products to these investors. For some banks, *hedge funds* have been clients for a long time and servicing them has been an important business line”.

26. Trata-se de operações atreladas aos contratos de *repurchase agreement* (repo), ou contrato de recompra, que estabelece um acordo entre um vendedor e um comprador, geralmente de títulos do Tesouro americano, por meio do qual o vendedor concorda em recomprá-los a um preço acordado e em data específica. Se esta data futura for o dia seguinte, tem-se um *overnight repo*; se não, um *term repo*. As operações de *repo* são muito utilizadas como veículo de investimento no mercado monetário e como instrumento de política monetária pelo banco central americano (Fed). Também é utilizada como instrumento de crédito, no qual um *dealer* de títulos do Tesouro, geralmente um banco, contrai empréstimos de um investidor, em geral uma companhia com excesso de caixa, utilizando os títulos como garantia. No entanto, quando os mesmos *dealers* organizam a operação inversa, por meios dos chamados Contratos de Recompra Reversa (*Reverse Repurchase Agreements*), os bancos concordam em comprar títulos (ou ceder empréstimos) e o investidor concorda em recomprá-los em data posterior (Downes e Goodman, 1993). É a estas operações reversas que o texto faz referência, porém envolvendo outros títulos privados como alternativa aos títulos públicos aqui indicados.

27. *Collateral* (garantia real, caução) representa um ativo dado em garantia a um credor até que seu empréstimo seja honrado. Se o tomador se torna inadimplente, o credor tem o direito legal de apreender o bem empenhado ou caucionado e vendê-lo para pagamento da dívida (Downes e Goodman, 1993).

forma de repo junto a um *insured bank*<sup>28</sup> que, por sua vez, estava similarmente alavancado por meio de outros títulos adquiridos como garantia de transações, cuja contraparte era composta por iguais clientes *hedge funds*. Nesta relação, chamada de *prime brokerage account*, os bancos forneceram não apenas os recursos para as posições especulativas destes fundos, como também os serviços técnicos e administrativos necessários para a execução das operações – recebendo em contrapartida taxas e comissões financeiras sobre cada transação.<sup>29</sup> Isto possibilitou que os *hedge funds* atingissem níveis de alavancagem de 20 a 40 vezes o patrimônio sob gestão, aumentando ainda mais uma longa cadeia de sobreposições financeiras baseadas em posições altamente especulativas.

Ainda sobre o tema, dados do European Central Bank (ECB) mostram que, em 2005, o mercado global de serviços de *prime brokerage* era dominado por três grandes bancos de investimento norte-americanos – Morgan Stanley, Goldman Sachs e Bear Stearns – que, conjuntamente, controlavam mais da metade dos capitais globais sob gestão dos *hedge funds*. Na Europa, por sua vez, destacavam-se quatro bancos: Deutsche Bank, Société Générale, Barclays e Skandinaviska Enskilda Banken (ECB, 2005).<sup>30</sup>

Interessante notar como a proliferação desse tipo de transação com repo induziu os bancos e os *hedge funds* a executarem operações semelhantes – tomada de empréstimos atrelados a negociações com títulos oferecidos sucessivamente no círculo de operações de *prime brokerage*, como *collateral* das operações de empréstimos (os bancos negociavam os mesmos títulos adquiridos inicialmente dos *hedge funds*). Este comportamento mimético dos agentes financeiros foi particularmente observado por Cintra e Cagnin (2007) ao afirmarem que

(...) o sistema bancário (com ativos globais estimados em US\$ 63,5 trilhões) e os investidores institucionais (com estoque de ativos de US\$ 46 trilhões) copiam suas estratégias de ação e ampliam o volume de capital nos movimentos

28. "Bancos segurados incluem: bancos, associações bancárias, *trust company*, bancos de poupança ou outras instituições bancárias, cujos depósitos são segurados pelo Federal Deposit Insurance Corporation" (United States, 1981, título 12, cap. 18, parte 1813, tradução nossa).

Original: "Insured bank includes any bank, banking association, trust company, savings bank, or other banking institution, the deposits of which are insured by the Federal Deposit Insurance Corporation".

29. As operações de *prime broker* também são discutidas na seção 4 deste trabalho.

30. No mesmo sentido, Gowan (2009, grifos no original) afirma: "Para utilizar os bancos de Wall Street como fonte de financiamento, os *hedge funds* tinham que entregar garantias; porém, por meio de uma prática conhecida como 're-hipotecagem', uma parcela dos ativos dados como garantia pelos *hedge funds* podia ser utilizada pelo *prime broker* como garantia própria para levantar seus próprios fundos. O resultado foi o autofinanciamento de atividades de *prime brokerage* altamente lucrativas pelos bancos de Wall Street, em grande escala e sem qualquer compromisso adicional de capital próprio: uma engenhosa maneira de aumentar consideravelmente suas taxas de alavancagem".

Original: "To tap the Wall Street banks for funding, the *hedge funds* had to hand over collateral; but through a practice known as *rehypothecation*, a proportion of these collateral assets could then be used by the *prime broker* as its own collateral for raising its own funds. The result was the self-financing of hugely profitable *prime brokerage* activities by the Wall Street banks, on a vast scale, without any extra commitment of their own capital: an ingenious way of greatly enlarging their leverage ratios".



iniciados pelos *hedge funds*. Assim, eles passam a determinar o sentido dos movimentos de valorização e desvalorização dos ativos financeiros mundiais (CINTRA e CAGNIN, 2007, p. 326).

Dessa forma, não é difícil perceber como os riscos inerentes a essa interação não estiveram circunscritos aos bancos e aos *hedge funds*. O BCE enfatizou as possíveis repercussões dessas operações sobre o sistema financeiro, ao salientar que,

(...) dado que as atividades de *prime brokerage* são concentradas em número limitado de grandes instituições globais, um grave problema no monitoramento destas exposições de um grande banco ou de um grupo de bancos pode desencadear uma crise sistêmica via efeito contágio em outros bancos e efeito cascata sobre os mercados financeiros (ECB, 2005, p. 8, tradução nossa).<sup>31</sup>

O relatório ainda destacou:

(...) a interação entre os bancos e os *hedge funds* não se limita à exposição direta dos bancos e às potenciais perdas decorrentes de tais exposições. Os bancos também enfrentam exposições indiretas relacionadas às suas transações com outros *hedge funds* e ao impacto, sobre as suas próprias carteiras, das atividades destes fundos nos mercados financeiros (ECB, 2005, p. 8, tradução nossa).<sup>32</sup>

## 2.4 Crise de 2008

A observação anterior mostrou-se especialmente verdadeira durante o desdobramento da crise financeira internacional deflagrada em julho de 2007. Naquela ocasião, o aumento da volatilidade dos preços dos ativos, principalmente daqueles atrelados às operações de hipotecas *subprime*, obrigou os *hedge funds* a responderem aos acréscimos nas obrigações de garantia (*collateral requirements*) exigidas nas operações realizadas junto aos bancos, forçando-os a reduzirem seus níveis de exposição nos mercados financeiros. Ao serem constrangidos a desmontarem suas posições e a realizarem perdas, os *hedge funds* reforçavam a escassez de liquidez no sistema e ampliavam as turbulências nos preços dos ativos, compelindo os bancos, em um efeito cascata, a também realizarem perdas e contraírem a oferta de crédito. O problema central, evidenciado por Kregel (2010), era que,

(...) uma cadeia cada vez mais longa de empréstimos de curto prazo ou camadas de financiamentos estava apoiando posições especulativas em ativos de longo prazo crescentemente alavancadas. Na base do sistema estava uma filial de uma companhia financeira bancária de captação de depósitos. As obrigações hipotecárias *subprime* que estavam sendo financiadas também estavam servindo como garantias. Esse sistema teria sido

31. "Given that prime brokerage activities are concentrated among a limited number of large global players [banks], a serious mismanagement of these exposures at an individual large bank or group of banks could lead to a systemic crisis via contagion effects on other banks and ripple effects on financial markets".

32. "The interplay between banks and hedge funds is not limited to banks' direct exposures and potential losses arising from such exposures. Banks also face indirect exposures related to their exposures to other hedge fund counterparties and the impact of hedge fund activities in financial markets on their proprietary trading portfolios".

extremamente frágil e sujeito ao colapso, mesmo que os ativos hipotecários fossem perfeitamente sólidos, o que não eram (KREGEL, 2010, p. 11, tradução nossa).<sup>33</sup>

No limite, quando os participantes dos fundos desejaram sair das sociedades, os gestores foram forçados a vender os ativos em um cenário no qual a liquidez nos mercados havia desaparecido, não sendo possível encontrar comprador para qualquer nível de preço. Não surpreende, portanto, que um dos primeiros fundos a ser atingido pela crise foi o *hedge fund* vinculado ao banco Bear Stearns – que em junho de 2007 anunciou perdas da ordem de US\$ 1,6 bilhão –, obrigando o próprio banco a injetar o respectivo montante para evitar o colapso do investimento (KOUWE, SLATER, 2009). No ano seguinte (março de 2008), foi a vez do mesmo Bear Stearns ser adquirido pelo banco JP Morgan Chase, em um acordo que somou apenas US\$ 236 milhões e que teve como objetivo evitar a falência da instituição (O ESTADO DE S. PAULO, 2008).

O prolongamento da crise financeira tem deixado sequelas sem precedentes no sistema financeiro mundial e, não diferentemente, também estabeleceu um marco na história dos *hedge funds*. A despeito da recuperação dos níveis de investimento e de rentabilidade do setor,<sup>34</sup> inúmeras discussões têm sido levantadas acerca do papel destes fundos nos mercados e a importância de se aprimorar os instrumentos regulatórios aplicados a estas instituições. Antes de iniciar a análise sobre as controvérsias no âmbito da regulação, cabe discutir as implicações dos *hedge funds* na América Latina, especialmente, no Brasil.

### 3 HEDGE FUNDS NA AMÉRICA LATINA (BRASIL)

A expansão do segmento de *hedge funds* nos anos 2000 – discutida anteriormente – ultrapassou os limites da economia norte-americana e avançou intensamente para os mercados da Europa e, posteriormente, para os países emergentes. Em relação a estes últimos, embora a criação dos primeiros fundos remeta aos anos 1990, foi

33. "(...) an increasingly long chain of short-term lending or financial layering was supporting speculative positions in long-term assets with increasing leverage. At the basis of the system was a deposit-taking bank affiliate of a financial holding company. The subprime mortgage obligations that were being funded were also serving as collateral. This system would have been extremely fragile and subject to collapse even if the mortgage assets had been perfectly sound, which they were not".

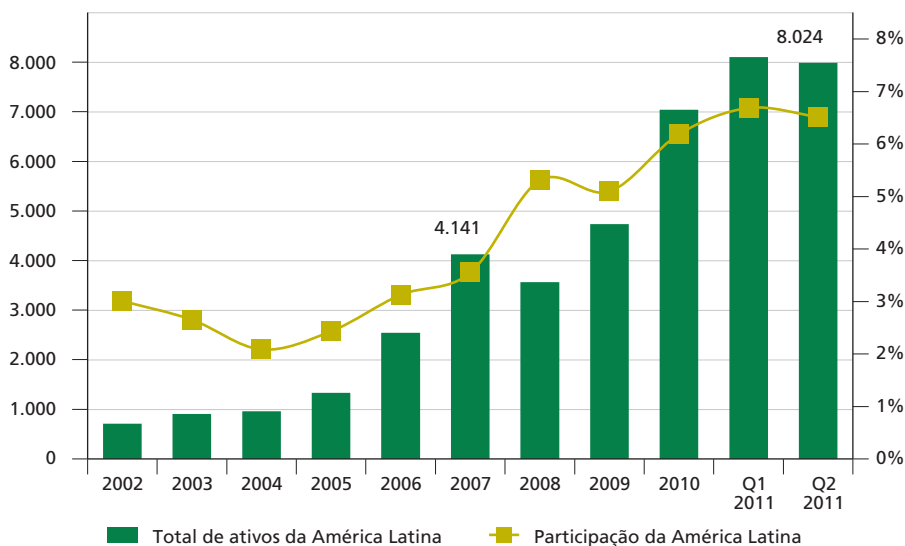
34. Um comunicado divulgado pelo BarclayHedge (uma empresa do grupo Barclay) ilustra a recuperação do setor após o forte impacto da crise financeira em 2008. "TrimTabs Investment Research e BarclayHedge informaram que todos os fundos de *hedge* registraram um fluxo de entrada estimado em US\$ 18,7 bilhões em novembro, mais que o dobro do ingresso de US\$ 8,2 bilhões registrado em outubro. A captação em novembro foi a maior desde maio de 2008. 'Os fluxos para os *hedge funds* estão de volta aos níveis pré-crise', disse Sol Waksman, presidente da BarclayHedge. 'No entanto, o ingresso de US\$ 54 bilhões nos últimos quatro meses reverteu apenas uma pequena parcela dos resgates de US\$ 402 bilhões registrados entre setembro de 2008 e julho de 2009'" (Barclayhedge, 2010, tradução nossa).

Original: "TrimTabs Investment Research and BarclayHedge reported that all hedge funds posted an estimated inflow of \$18.7 billion in November, more than double the inflow of \$8.2 billion in October. The inflow in November was the largest since May 2008. 'Flows into hedge funds are back to pre-crisis levels' said Sol Waksman, CEO of BarclayHedge. 'Nevertheless, the inflow of \$54 billion in the latest four months reversed only a small portion of the redemptions of \$402 billion from September 2008 through July 2009'".

apenas nos anos 2000 que este setor ganhou força nos países em desenvolvimento, ingressando, sobretudo, no mercado asiático.<sup>35</sup> Inserida neste movimento, a América Latina, apesar de não ter sido o alvo prioritário dos gestores de *hedge funds* no início, ganhou destaque nos anos mais recentes na recepção destes investimentos.

Estimativas da Hedge Fund Research (HFR) apontam que os captais direcionados aos mercados emergentes entre 2002 e 2007 acompanharam a expansão mundial do segmento, ultrapassando o montante de US\$ 110 bilhões no último ano – contra US\$ 23 bilhões em 2002 –, mantendo uma participação entre 4% e 6% nos volumes globais geridos por estes fundos. Deste montante, o volume financeiro alocado para a América Latina (gráfico 2), que era da ordem de US\$ 700 milhões em 2002, aumentou aproximadamente seis vezes, atingindo US\$ 4 bilhões ainda em 2007, e ultrapassou o patamar de US\$ 8 bilhões no primeiro semestre de 2011 – cerca de onze vezes o valor registrado em 2002.

**GRÁFICO 2**  
**Hedge funds na América Latina: total de ativos estimados e participação relativa da região no mercado emergente**  
 (Em US\$ milhões)



Fonte: HFR.  
 Elaboração dos autores.

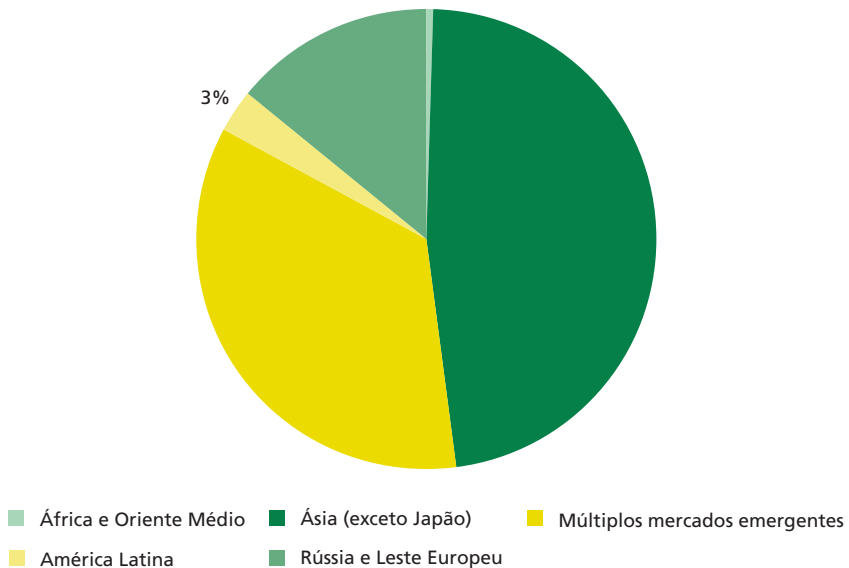
35. Segundo estimativa da Hedge Fund Research (HFR), entre 2002 e 2007, o total de ativos alocados na região da Ásia (excluindo Japão) aumentou da ordem de quatro vezes, passando de aproximadamente US\$ 11 bilhões em 2002, para pouco mais de US\$ 43 bilhões em 2007. Já no primeiro semestre de 2011, os ativos na região totalizavam US\$ 37,8 bilhões.

Paralelamente, a participação da região latino-americana nos capitais totais posicionados nas economias emergentes (gráficos 3 e 4) aumentou de 3% em 2002 para 7% em 2011, enquanto a Ásia, apesar do forte crescimento, presenciou uma redução de 48% para 31%.<sup>36</sup>

GRÁFICO 3

**Estimativa da participação dos *hedge funds* da América Latina no total de ativos desse segmento nas economias emergentes (2002)**

(Em %)



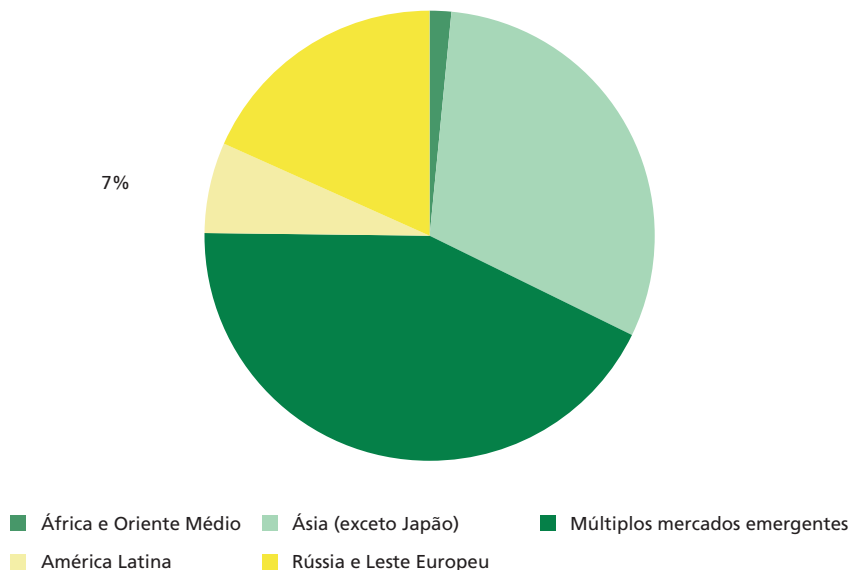
Fonte: HFR.

Elaboração dos autores.

36. Importante observar que, na classificação da HFR, a participação da estratégia "múltiplos mercados emergentes" apresentou uma variação positiva, passando de 35% em 2002 para 43% no primeiro semestre de 2011, não sendo possível detalhar a região exata da posição destes investimentos.

GRÁFICO 4

Estimativa da participação dos *hedge funds* da América Latina no total de ativos desse segmento nas economias emergentes (1<sup>a</sup> sem. 2011)  
(Em %)



Fonte: HFR.

Elaboração dos autores.

Vários estudos apontam que o Brasil concentra a maior parcela dos *hedge funds* latino-americanos.<sup>37</sup> Shinohara e Douglas (2008) mostram que os ativos sob gestão (*assets under management* – UAM) no segmento brasileiro somavam aproximadamente US\$ 31,6 bilhões em 2008, distribuídos entre 126 fundos, o que representava cerca de 91% do total destes ativos na América Latina. A partir do gráfico 2, é possível perceber dois momentos distintos que refletem condicionantes diferentes para este crescimento no país. No primeiro ciclo positivo, entre 2002 e 2007, chamado de “década do *hedge fund* latino” pelo gestor Ecclestone (2009), o aumento de *hedge funds* no Brasil seguiu motivado pelo otimismo dos investidores em relação às mudanças econômicas e institucionais em andamento no país.<sup>38</sup>

37. Ver, entre outros, Shinohara e Douglas (2008) e Suppaiah (2009).

38. Para uma discussão sobre o regime de crescimento e as contas externas brasileiras, ver, entre outros, Barbosa *et al.* (2010); Barbosa e Souza (2010); Barbosa (2010) e Ipea (2010 ; 2012).

Na percepção de Simon Gray (2008),<sup>39</sup> o crescimento tanto do segmento de *hedge funds* quanto da economia brasileira foi sustentado por melhorias nos fundamentos econômicos e sociais do país, incluindo maior estabilidade política. Da mesma forma, para o diretor da Harcourt Alternative Investments, Paragiri (2008), as várias mudanças estruturais ocorridas no Brasil trouxeram oportunidades atrativas para os *hedge funds*. O acúmulo de reservas internacionais, por exemplo, possibilitou ao país uma melhor gestão da dívida soberana, ao mesmo tempo em que obteve resultados positivos no saldo da balança comercial beneficiada pela demanda global por *commodities*. Além disso, a expectativa de redução da taxa de juros em um futuro próximo pode impulsionar as áreas de financiamento ao consumidor e de empréstimos hipotecários, sobretudo em uma economia relativamente jovem – com cerca de 60 milhões de consumidores na faixa dos 20 anos – e com alta propensão ao consumo. Outra atividade com potencial crescimento está relacionada à oferta de serviços financeiros, de instrumentos derivativos e de crédito para o setor de agronegócios (PARAGIRI, 2008).

O segundo ciclo de crescimento – de 2008 a 2011 –<sup>40</sup> marca o contexto posterior à crise financeira internacional de 2008, no qual tem sido crescente a incerteza dos investidores em relação aos espaços tradicionais das aplicações financeiras no mundo, e com os *hedge funds* ainda se recuperando das fortes perdas incorridas durante a fase mais turbulenta. Grande parte destes investidores seguiu alterando suas decisões sobre aonde e quando direcionar seus recursos, em um esforço para ampliar os retornos financeiros que, nos anos seguintes a 2008, mostraram-se medíocres (VIEIRA, 2009).<sup>41</sup> Este ambiente levou os *hedge funds* a ampliarem o escopo de atuação para outras regiões, sobretudo para a América Latina<sup>42</sup> e, majoritariamente, para o Brasil.

---

39. Editor da Global Fund Media, uma das maiores editoras de notícias eletrônicas dos Estados Unidos, voltada para investidores institucionais, gestores de fundos de investimentos, *advisers* e outros profissionais da área de mercado de capitais, cobrindo uma vasta classe de ativos.

40. Primeiro semestre de 2011.

41. Vieira (2009) observa que os maiores *hedge funds* apresentaram retorno médio pífio e que, em termos de risco-retorno, somente os fundos *tops* têm realmente proporcionado alguma remuneração aos investidores. O autor explica que, embora exista o efeito crise, uma parcela deste fraco desempenho decorre do enorme volume de recursos que os investidores institucionais estão despejando muito rapidamente sobre os *hedge funds*, em um contexto no qual os gestores não são capazes de *digeri-los*. Para exemplificar, Vieira (2009) argumenta que existem cerca de 7 mil *hedge funds* e aproximadamente 8 mil fundos mútuos, porém há somente 6 mil companhias listadas na New York Stock Exchange (NYSE), na National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ) e na American Stock Exchange (Amex) – as três principais bolsas de valores dos Estados Unidos.

42. Vieira (2009) afirma que há boas oportunidades além dos tradicionais espaços de investimento. Segundo o autor, existem cerca de 120 *hedge funds offshore* direcionados para a América Latina e quase 907 empresas listadas nas bolsas da Argentina, do México, de São Paulo (BM&FBOVESPA) e do Chile.

Logo, a mais recente explosão de *hedge funds* verificada na América Latina surge ainda mais expressiva e ocorre em um momento de junção de dois fatores: instabilidade nos mercados tradicionais (Europa e Estados Unidos); e estabilidade macroeconômica e perspectiva de crescimento da renda na economia brasileira. Os dados do gráfico 2 mostram que, em 2008, os ativos deste segmento na América Latina somaram aproximadamente US\$ 3,5 bilhões – houve redução se comparado a 2007, que registrava US\$ 4,1 bilhões – e superaram o patamar de US\$ 8 bilhões no primeiro semestre de 2011. Vale dizer que o setor dobrou de tamanho em pouco menos de três anos. Um marco da relevância acerca da influência do mercado brasileiro neste movimento ocorreu em março de 2011, quando o país sediou o primeiro fórum de *hedge funds* na cidade do Rio de Janeiro, conferência que reuniu centenas de investidores, incluindo representantes de grandes companhias, tais como Paulson & Company e SAC Capital Advisors. Além disso, Ragir (2011), em artigo publicado na revista *online Exame.com*, apontou que semanalmente o escritório da Credit Suisse Hedging-Griffo<sup>43</sup> no Brasil recebe a visita de grupos de investidores estrangeiros interessados em depositarem milhões de dólares em um dos fundos de melhor desempenho no mundo: o fundo Verde.<sup>44</sup> Segundo o estrategista da instituição, Luiz Paulo Parreira, todas as ofertas são prontamente recusadas, pois os gestores temem que, se o fundo de US\$ 8 bilhões ficar demasiado grande, suas operações poderão perturbar o mercado de capitais nacional.

Uma observação interessante levantada por Ragir (2011) é que as estratégias de operações da maioria dos *hedge funds* brasileiros (*onshore*) são parecidas com as dos demais fundos indexados, qual seja a aplicação de quase todo o portfólio em títulos de renda fixa e ações. Esta característica leva alguns especialistas a afirmarem que não há *hedge funds* propriamente ditos no Brasil, e sim fundos que, esporadicamente, em momentos de oscilações muito baixas do mercado, atuam como tal (RUSSO, 2004). De fato, as autoridades brasileiras não consideram oficialmente os *hedge funds* como uma família diferente de fundos e, normalmente, os classificam como “fundos multimercados”, submetendo-os às mesmas regras regulatórias aplicadas aos demais fundos de investimento. A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA) classifica estes fundos em até dez categorias, de acordo com a estratégia perseguida.<sup>45</sup> Estas categorias, no entanto, são passíveis de críticas, uma vez que nenhuma delas

43. Em dezembro de 2006, o Credit Suisse comprou uma participação majoritária na corretora e administradora de ativos brasileira Hedging-Griffo, em uma operação de aproximadamente US\$ 295 milhões. Desta operação, nasceu a Credit Suisse Hedging-Griffo, uma das maiores instituições brasileiras de *private banking, asset management* e corretagem de valores.

44. Segundo Ragis (2011), o Fundo Verde da Hedging-Griffo teve rentabilidade média anual de 33% desde 1997.

45. Ver no apêndice a referida classificação da ANBIMA – tabela A.2.

engloba especificamente os fundos que têm comportamento semelhante ao conceito norte-americano de *hedge fund*. Por sua vez, a ANBIMA (2011a) entende que apenas sete das dez categorias<sup>46</sup> representam adequadamente este segmento de fundos no Brasil. Com isso, o acompanhamento deste segmento tem como base um índice de *hedge funds* da associação (índice de *hedge funds* ANBIMA – IHFA), construído a partir de uma carteira teórica de fundos pertencentes a estes sete tipos de “fundos multimercados”.

Além desses aspectos classificatórios, outra característica peculiar ao mercado nacional tem sido a concentração dos *hedge funds* em uma mesma estratégia: a *global macro*. Segundo dados de The Wealthnet (2006), estima-se que entre 70% e 75% dos *hedge funds* no Brasil adotam essa estratégia de gestão ou posições em ativos de renda fixa. Os demais fundos atuam em uma mescla de estratégias, uma vez que as técnicas de investimento *long* e *short*, populares entre os gestores dos Estados Unidos, ainda são relativamente restritas no país. Uma das explicações para esta uniformidade entre os gestores no Brasil está no alto patamar contínuo da taxa básica de juros da economia. Levi, da empresa Fama Investimentos, sugere que, nos últimos anos, as posições “macro” têm oferecido atrativas oportunidades de retorno, principalmente em razão do comportamento das taxas de juros elevadas – em torno de 15,5% a.a. entre 2001 e 2010 (SUPPAIAH, 2009). Para alguns especialistas, este fator constitui, na verdade, um entrave relevante para a proliferação e a diversificação deste segmento no Brasil. Luiz Fernando Figueiredo, gestor da Mauá Investimentos, argumenta não existirem incentivos para que os fundos de pensão brasileiros, por exemplo, aloquem recursos nos *hedge funds* locais, visto que podem obter retornos elevados com baixo risco diretamente no mercado monetário. O gestor ironiza que seu maior adversário não são os outros fundos, mas a taxa *overnight* de juros (EUROMONEY, 2005).

Em meio a esse tipo de particularidade, outro debate atrelado ao tema *hedge funds* no mercado brasileiro recai sobre as implicações de atuarem instalados localmente no país, os chamados fundos *onshore*, ou a partir de outra localidade no exterior, os fundos *offshore*. Tradicionalmente, no Brasil, a demanda por esta modalidade de investimento tem sido predominantemente local, o que pode ser corroborado pelo crescente número de fundos *onshore* registrados na ANBIMA (gráfico 5). No entanto, nos últimos anos, principalmente após a crise financeira de 2008, a procura de investidores estrangeiros por ativos e fundos nacionais tem aumentado de forma significativa.

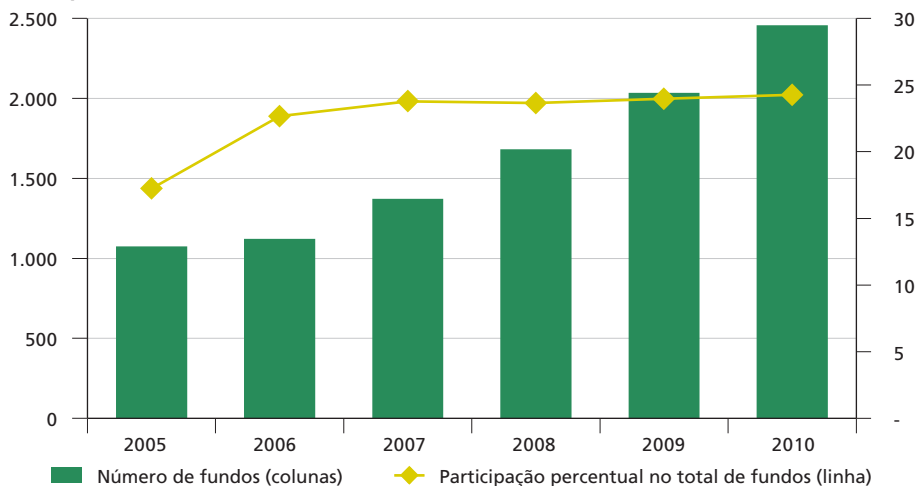
---

46. A ANBIMA desconsidera três categorias de multimercados ao definir *hedge funds*: capital protegido, balanceado e multigestor (ANBIMA, 2011a).



GRÁFICO 5

Número de fundos multimercados e participação relativa (%) dessa categoria no patrimônio total do setor de fundos de investimento do Brasil (2005-2011)



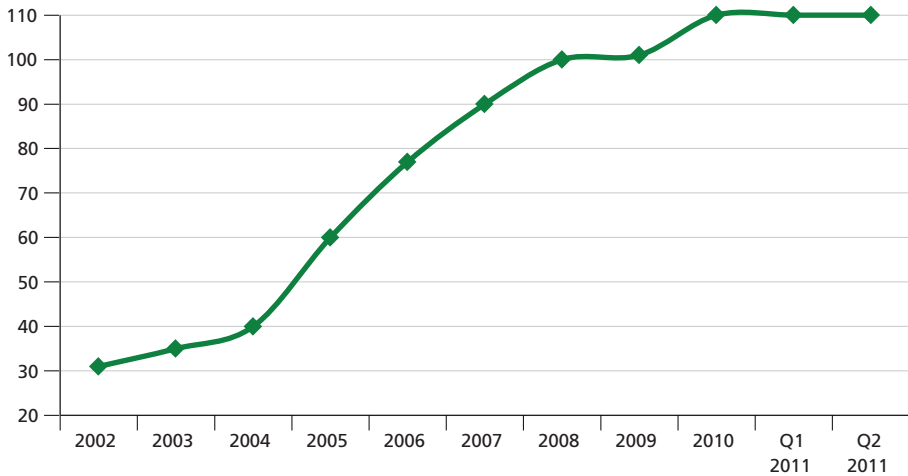
Fonte: ANBIMA e Comissão de Valores Mobiliários (CVM).  
Elaboração dos autores.

A opção pelo domicílio doméstico tem sido justificada por: a maior facilidade desses fundos na captação de clientes; a maior agilidade na tomada de decisões de alocação de portfólios e aquisição de ativos; e a rapidez na obtenção de informações sobre as empresas locais de capital aberto. Tais vantagens têm assumido notável relevância nos momentos de maior turbulência nos mercados financeiros, algo especialmente prejudicial para os países latino-americanos. Além disso, o excelente desempenho dos fundos *onshore* também tem contribuído para o estabelecimento de gestores no país. A entrada do grupo Credit Suisse em 2006 e a aquisição do Fundo Gávea Investimentos pelo banco norte-americano JPMorgan Chase em 2010<sup>47</sup> são exemplos deste movimento no mercado interno.

Entretanto, apesar do destacado desempenho dos fundos *onshore*, nos últimos anos tem sido crescente o número de investidores que optam pelo registro em praças fora do país (gráfico 6).

47. Em outubro de 2010, o banco americano JPMorgan Chase fechou a compra do banco de investimento privado (*private equity*) brasileiro Gávea Investimentos, por meio da sua subsidiária Highbridge Capital Management. O Gávea Investimentos foi fundado por Armínio Fraga, em 2003, e possuía ativos da ordem de US\$ 6 bilhões (O Globo, 2010).

GRÁFICO 6

Estimativa do número de *hedge funds offshore* com foco na América Latina

Fonte: HFR.

O principal motivo para esse comportamento está relacionado ao ambiente regulatório interno. Enquanto os fundos *offshore* desfrutam de ampla liberdade na condução de suas operações – algo comum nos tradicionais mercados financeiros, como nos Estados Unidos –, os fundos *onshore* no Brasil obedecem a normas rigorosas de regulação e de supervisão. Entre as principais exigências, todos os fundos são obrigatoriamente registrados junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que atua como principal órgão regulador e supervisor de todo o mercado de fundos e companhias de investimentos instituídas no país. Assim como os demais fundos, os *hedge funds* devem prover liquidez diária aos investidores e informar mensalmente à CVM as posições contraídas em seus portfólios. Além disso, são proibidos de contrair empréstimos junto a instituições financeiras.<sup>48</sup> Logo, em termos regulatórios, os fundos *onshore* e *offshore* atuam em universos completamente distintos.

As implicações dessa maior transparência são analisadas com maior densidade na seção seguinte. Entretanto, cabe comentar que, apesar da maior rigidez da estrutura regulatória, o aumento no número de *hedge funds* – principalmente *offshore* – na América Latina também tem despertado preocupações quanto aos eventuais riscos atrelados a estas maiores exposições.

Conforme discutido anteriormente, a maior presença de investidores mimetizadores dessa categoria de gestão, altamente especulativa, também é apontada como um dos principais responsáveis pelo aumento da volatilidade nos mercados

48. Os aspectos sobre a regulação do segmento de fundos de investimento no Brasil são discutidos com mais detalhe na seção 4.1 deste capítulo.

financeiros em diversas partes do mundo. Na América Latina, são observadas as consequências desta vulnerabilidade sistêmica, mais diretamente, por meio de diversos episódios especulativos envolvendo as moedas dos países locais e a dinâmica dos fluxos de capitais internacionais na região. Historicamente, três dos mais emblemáticos ataques contra moedas ocorreram primeiro no Brasil, em janeiro de 1999; posteriormente, na Argentina, em dezembro de 2001; e novamente no Brasil, no segundo semestre de 2002. Todos com apostas contrárias à então relação real-dólar vigente e, mais fortemente, peso-dólar, resultando não somente na depreciação forçada das moedas nacionais, como também em sequelas inquestionáveis sobre ambas as economias nos anos seguintes.<sup>49</sup>

Na mesma linha, Dodd e Griffith-Jones (2007) apontam uma fonte adicional de turbulência nos mercados latino-americanos, decorrente da estratégia perseguida pelos *hedge funds* na tentativa de capturar o diferencial de juros entre o peso chileno e o real brasileiro – as chamadas operações de *carry trade*. Segundo os autores, estes fundos alavancam posições baseadas na tomada de empréstimo em peso e na oferta de crédito em reais, porém desmontam suas operações quando percebem o fortalecimento da moeda chilena, vendendo frequentemente grandes volumes do ativo quando o seu preço relativo está em queda. As tendências de valorização ou desvalorização observadas nos mercados são intensificadas por este comportamento, contrariando as afirmações realizadas pelos defensores da especulação.

Nos anos posteriores à crise financeira internacional de 2008, o Brasil vem sofrendo de forma mais acentuada os efeitos da migração dos fluxos de curto prazo decorrente das operações de *carry trade*. Segundo Griffith-Jones e Gallagher (2011), o aumento da liquidez nos Estados Unidos tem estimulado os investidores, na busca por retornos rápidos e elevados, a retirarem dólares do país (com taxa de juros próxima a zero) e os investirem em nações com taxas de juros mais altas. Neste cenário, o Brasil, com juros anuais em torno de 10% a.a., assistiu a uma valorização de sua moeda de mais de 30% entre 2009 e 2010.

Dois mecanismos são importantes para compreender os canais de transmissão da atuação dos *hedge funds* sobre o mercado à vista de câmbio no país. O primeiro está atrelado às características do mercado de derivativos de câmbio brasileiro. Rossi (2011) explica que, no Brasil, o mercado de futuros é desproporcionalmente maior que o mercado de balcão quando comparado a outros países, e que a maior parcela das negociações envolvendo moedas é realizada na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA) – o mercado organizado de derivativos financeiros no Brasil.<sup>50</sup> Neste ambiente, residentes e não residentes têm livre

49. Ver, entre outros, Cintra e Farhi (2002) e Farhi (1999 e 2001).

50. BM&FBOVESPA, companhia de capital brasileiro formada, em 2008, a partir da integração das operações da Bolsa de Valores de São Paulo e da Bolsa de Mercadorias & Futuros. Constitui a principal instituição de intermediação para operações do mercado de capitais e a única bolsa de valores, mercadorias e futuros em operação no país.

acesso ao mercado de derivativos de câmbio, por meio de corretoras autorizadas a operar na BM&FBOVESPA,<sup>51</sup> e a presença dos agentes não residentes tem sido relevante no volume financeiro de dólar futuro. Segundo o autor, entre 2006 e 2011, os investidores não residentes foram os que mais negociaram contratos futuros de dólar junto aos bancos, sendo que a atuação dos *hedge funds* estrangeiros teve um papel de destaque entre eles. Kaltenbrunner (2010) apurou que os investidores institucionais estrangeiros, principalmente os *hedge funds*, compuseram o grupo de investidores mais importantes no direcionamento da dinâmica da taxa de câmbio no mercado brasileiro.

O segundo mecanismo está relacionado com a interação entre o mercado de reais *offshore* e o setor bancário *onshore*. Para entender esta conexão, Rossi (2011) traz uma útil ilustração da forma de operação de um banco de investimento *offshore*. O banco estrangeiro oferece um fundo com rendimento atrelado à moeda brasileira ou um *Non-Deliverable Forward* (NDF),<sup>52</sup> em reais, a um cliente – que poderia tranquilamente representar um *hedge fund* – que assume a posição vendida em dólares e a compra em reais, enquanto o banco assume a ponta contrária. Nesta transação, o cliente aufere juros e ganha com a apreciação da moeda brasileira, enquanto o banco entrega o diferencial de juros e ganha com a apreciação do dólar. O *hedge* desta operação é realizado no mercado *onshore*, com a venda de dólares pelo banco na BM&FBOVESPA. Assim, a “predominância de agentes com posições vendidas no mercado *offshore* leva, portanto, a ajustes de posições no mercado *onshore* e transmite pressões para a apreciação da taxa de câmbio do real” (ROSSI, 2011, p. 17).

Cabe salientar que, desde 2009, o governo brasileiro vem adotando medidas e adaptando regras para reduzir a entrada de capital especulativo e conter a valorização do real frente ao dólar.<sup>53</sup> Uma das primeiras decisões ocorreu em outubro de 2009 com a imposição de um imposto sobre operações financeiras (IOF) de 2% sobre o capital estrangeiro que ingressa para aplicações

---

51. Rossi (2011) esclarece que no mercado futuro não há contratos de câmbio, uma vez que as operações são liquidadas em reais e, logo, não há movimentação de divisas (no entanto, esse é o nome dados aos contratos pela BM&FBOVESPA – o mais adequado seria “contratos liquidados por diferença física de divisas”). Desse modo, a legislação cambial que condiciona a negociação de divisas no mercado à vista ao registro de contrato não se aplica ao mercado futuro. Ademais, em 2000, os investidores não residentes passaram a ter permissão para atuar no mercado futuro da BM&FBOVESPA.

52. *Non Deliverable Forward* (NDF) é semelhante a um contrato a termo entre duas moedas quaisquer (*Forward Foreign Exchange Contract*), exceto pelo fato de não exigir a entrega física das moedas na ocasião da liquidação do contrato. Ou seja, ao final do contrato ocorre apenas o pagamento do diferencial de posições entre as partes decorrentes das taxas negociadas e da liquidação, frequentemente realizado em dólar ou em outra divisa plenamente conversível. Este mecanismo permite negociar *offshore* moedas da Ásia, África e América Latina sem entrega efetiva (com a possibilidade, portanto, de vender o que não se possui, isto é, vender a descoberto) e sem precisar negociar nos mercados locais, evitando os riscos de conversibilidade dessas moedas e os custos de manter contas locais. Ver Lipscomb (2005) e Farhi (2009, p. 80).

53. Ver, entre outros, Chianamea, Calixtre e Cintra (2010); Barbosa *et al.* (2010); Barbosa e Souza (2010); Barbosa (2010); Cagnin e Freitas (2012); Fundap (2011a e 2011b); e Ipea (2012).

em renda fixa ou na BM&FBOVESPA, um tributo nitidamente regulatório. Em julho de 2011, o Banco Central do Brasil (BC) instituiu o recolhimento de compulsório sobre a posição vendida em câmbio dos bancos superiores a US\$ 1 bilhão ou, no caso de bancos menores, limites inferiores a este valor, ponderados pelo patrimônio de referência. Esta medida desencadeou um processo de ajuste do sistema bancário que resultou na compra líquida de câmbio por essas instituições.<sup>54</sup> Outra ação importante foi a decisão do Ministério da Fazenda de impor uma alíquota máxima de 25% do IOF sobre as operações que resultem em um aumento da posição vendida de dólares das instituições realizadas no mercado de derivativos e de obrigar o registro público de todos os contratos fechados na BM&FBOVESPA e na Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (Cetip S/A) – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos –, a partir de 27 de julho de 2011 (Medida Provisória nº 539, de 27 de julho de 2011).<sup>55</sup>

Por fim, um novo mercado no Brasil que tem ganhado atratividade entre os *hedge funds* são os chamados *exchange traded funds* (ETFs) ou fundos negociados em bolsa. Ainda pouco conhecidos no país, os ETFs são populares nos Estados Unidos e, atualmente, representam entre 25% e 35% das negociações na Bolsa de Valores de Nova York (New York Stock Exchange – NYSE). No Brasil, existem apenas oito ETFs listados na BM&FBOVESPA, sendo seis geridos pela BlackRock – uma das mais maiores gestoras de ativos do mundo – e dois pelo Itaú Unibanco. Conjuntamente, estes representam 0,6% do volume transacionado na bolsa doméstica. O fundo iShare MSCI Brazil Index, criado no ano 2000 e gerido pela BlackRock, possui aproximadamente US\$ 11,3 bilhões de ativos e representa um dos fundos mais negociados no mercado americano, entre aqueles dedicados a um determinado país (ROSA, 2011).

Uma operação vem chamando a atenção dos bancos de investimentos que oferecem serviços de custódia para estes fundos negociados em bolsa. De acordo com Palmer (2007), tais bancos têm criado programas de empréstimos de ações, originalmente em custódia, para os *hedge funds* e especuladores que desejam vender ações brasileiras a descoberto (*sell short*) no exterior. Para a autora, devido a restrições de aspectos legais e creditícios envolvendo o mercado interbancário no país, o empréstimo de ações para venda a descoberto não tem se desenvolvido tanto no Brasil, algo que pode mudar com a crescente presença dos ETFs no mercado interno. Tais operações têm incentivado o desenvolvimento de um mercado de

---

54. Para mais detalhes, ver a seção 4.2 do estudo de Rossi (2011).

55. O valor do contrato considerado para cálculo do imposto será o valor nominal ajustado, ou seja, o produto da multiplicação do valor de referência do contrato (valor nominal) pela variação do preço do derivativo em relação à variação do preço do seu ativo objeto, por exemplo, o dólar no derivativo cambial (Medida Provisória nº 539, de 27 de julho de 2011).

*swaps offshore*, sob a tutela da International Swaps Dealers Association (ISDA) – uma das mais conhecidas organizações comerciais de participantes no mercado de derivativos negociados em balcão nos Estados Unidos e na Europa.

As consequências dessa interação entre o mercado de ETFs e o segmento de *hedge funds* requerem uma análise mais detalhada sobre o funcionamento daqueles primeiros fundos, algo que não será tema deste trabalho. Cabe apenas destacar que a ligação mencionada anteriormente – cujas motivações e implicações são discutidas na próxima seção – surge como meio de burlar as restrições da legislação brasileira aplicada ao mercado de capitais.

#### 4 ASPECTOS REGULATÓRIOS RELACIONADOS AO SEGMENTO DE HEDGE FUNDS: MUNDO E BRASIL

A preocupação acerca do potencial risco sistêmico, atrelado ao segmento de *hedge fund*, ganhou contornos mais profundos na ocasião do colapso do LTCM em 1998. O fato marcou a história dos *hedge funds* e provocou a proliferação de inúmeros espaços de debate, centrados, sobretudo, na necessidade de maior transparência e controle do grau de alavancagem destes investimentos. Entre os vários esforços nesta direção, destacaram-se, principalmente, as recomendações divulgadas pelo Working Group on Financial Markets (WGFM)<sup>56</sup> em abril de 1999, e pelo Counterparty Risk Management Policy Group (CRMPG)<sup>57</sup> no mesmo período.

Passados dez anos desde a publicação dessas propostas, o agravamento da crise financeira internacional no segundo semestre de 2008 – iniciada no mercado de hipotecas *subprime* nos Estados Unidos – voltou a acender as discussões sobre a importância de uma maior regulação deste segmento e levantou dúvidas sobre a eficácia daquelas iniciativas. Entre os otimistas, predominou a percepção de que, desde a crise do LTCM, o esforço decorrente da maior disciplina dos mercados parece ter limitado a alavancagem dos *hedge funds* e melhorado a capacidade dos bancos e dos *broker-dealers* de monitorar e gerir riscos. Para os críticos desta abordagem, as propostas eram, desde o início, incapazes de inibir a recorrência destas crises, em razão, principalmente, de as discussões na época estarem orientadas por uma concepção errônea sobre o funcionamento dos mercados financeiros. Desse modo, a gravidade da turbulência de 2008 seria a manifestação

---

56. O WGFM foi criado em março de 1988 nos Estados Unidos como uma resposta explícita aos eventos de turbulências nos mercados financeiros na ocasião da “sexta-feira negra”, em 19 de outubro de 1987. Após o colapso do LTCM, em 1998, o grupo emitiu recomendações ao setor privado e ao governo sobre regulação e supervisão do mercado financeiro de modo a evitar novos episódios de crises sistêmicas. Ver WGFM (1999) e Executive Order 12631 – Working Group on Financial Market.

57. O CRMPG foi criado em 1999 pela reunião dos doze maiores bancos de investimento e bancos comerciais com atuação internacional dos Estados Unidos. O estabelecimento do grupo foi incentivado por Allan Greenspan, presidente do Federal Reserve; Arthur Levitt, presidente da SEC; e Robert Rubin, secretário do Tesouro, e teve como objetivo promover melhores práticas de crédito e gestão de risco entre as instituições financeiras. Ver CRMPG (1999).

de um ambiente financeiro mais agressivo e alavancado, em grande parte, estimulado por anos de supervisão displicente apoiada naquela concepção equivocada. Assim, analisar os aspectos regulatórios dos Estados Unidos torna-se imprescindível para compreender o atual debate sobre o tema.

A despeito das modificações no arcabouço institucional do seu sistema financeiro, os EUA mantiveram uma multiplicidade de instituições encarregadas de supervisionar e controlar o sistema bancário e demais instituições financeiras. O sistema bancário tinha sua supervisão compartilhada pelo Office Comptroller of the Currency (cuja principal atribuição era examinar os bancos nacionais), o Federal Reserve (supervisionava os bancos estaduais e as *bank holding corporations*) e o Federal Deposit Insurance Corporation (respondia pelos bancos estaduais segurados, não membros do Federal Reserve). As instituições de poupança e empréstimos eram supervisionadas pelo Office of Thrift Supervision (Departamento de Supervisão de Depósitos), órgão do Departamento do Tesouro. A Securities and Exchange Commission (Comissão de Valores Mobiliários) regulava e supervisionava os valores negociados nas bolsas de valores (ações e títulos de dívida, incluindo as empresas emissoras destes ativos, os *broker-dealers*, as sociedades corretoras de valores e os bancos de investimento). A Commodity Futures Trading Commission – CFTC (Comissão Negociadora de *Commodities* e Futuros) respondia pelos mercados de derivativos financeiros – futuros e opções – negociados em bolsas de mercadorias e futuros. A regulamentação das seguradoras permaneceu sob a órbita dos governos estaduais.<sup>58</sup>

*Grosso modo*, segundo Fung e Hsieh (1999), essas agências foram criadas baseadas na filosofia na qual o governo deve regular apenas as instituições que atuam junto ao público em geral. Sob essa ótica, os *hedge funds* seriam estruturas que não lidariam com o público, uma vez que representariam veículos de investimentos privados direcionados para investidores de alta renda, na maioria investidores institucionais, classificados legalmente como *sofisticados* e tratados de forma diferente do amplo público investidor. Logo, estes fundos estariam à margem da jurisdição direta destes órgãos reguladores.

---

58. Diante da crise das hipotecas de alto risco e dos problemas de supervisão das diferentes instituições financeiras, o governo americano articulou um vasto projeto de reforma da arquitetura regulatória de seu setor financeiro. Foi criado o Financial Stability Oversight Council, presidido pelo secretário do Tesouro e composto pelos representantes de todas as agências de regulação e supervisão, com o objetivo de identificar sinais de desequilíbrio advindos de quaisquer instituições financeiras (bancos comerciais, de investimento, companhias de seguro e fundos de investimentos), consideradas sistemicamente relevantes, e implementar ações corretivas quando necessário. Foi criado ainda o Bureau of Consumer Financial Protection, no âmbito do Fed, mas operando de forma independente, para proteger o consumidor de serviços financeiros. O objetivo é assegurar o acesso às informações na assinatura de contratos, protegendo-o contra taxas que não eram previstas e termos contratuais abusivos etc. Ver, neste volume, os trabalhos de Jan A. Kregel e Simone Silva de Deos. Ver também ANBIMA (2010 e 2011b). Para um panorama das agências de regulação e supervisão dos EUA, ver Cintra (1998).

Vários indícios da presença dessa filosofia são encontrados ao se analisarem os pretextos que dispensam os *hedge funds* das obrigações e restrições impostas pelos legisladores e instituições reguladoras. No caso da SEC, por exemplo, a sua autoridade decorre de inúmeras leis aplicadas ao setor de valores imobiliários. Entre elas, o Securities Exchange Act de 1934 exige que as companhias de capital aberto sejam registradas junto à SEC e que forneçam relatórios periódicos de suas atividades, de modo a garantir a ampla divulgação de todas as informações relevantes para o público em geral.<sup>59</sup> No entanto, os *hedge funds*, apoiados em uma provisão da Rule 506 presente na Regulation D, podem reivindicar o *status de private placement* (colocação privada) e, deste modo, serem isentos da maioria dos requisitos de registro e divulgação.<sup>60</sup> De forma semelhante, o Securities Exchange Act de 1934 dá poderes para a SEC regular as sociedades corretoras de valores que enfrentam potenciais conflitos de interesse na execução das ordens de clientes, bem como nas negociações de suas próprias contas. Estes intermediários são obrigados a manter registros detalhados de todas as operações particulares (tesouraria), bem como daquelas realizadas em nome dos clientes. Tradicionalmente, os *hedge funds* são dispensados da exigência de registro como intermediário financeiro (*broker-dealer*) e dos requisitos de fornecer informações sobre as operações realizadas, sob o argumento de operar somente para as suas próprias contas de investimento.

Ainda nessa linha, o Investment Advisers Act de 1940 estende os poderes da SEC para regular os consultores de investimentos (*investment advisors*), e exige que todas as pessoas ou empresas que fornecem serviço de consultoria de investimentos em valores mobiliários sejam registradas junto à SEC, em conformidade com as normas legais, destinadas a proteger os investidores. Todavia, os gestores de *hedge funds*, por normalmente terem menos de quinze clientes e não prestarem serviços para o público em geral, também são isentos do registro de consultores.<sup>61</sup> Um último exemplo no âmbito da SEC se refere ao Investment Company Act de 1940, que estabelece a autoridade do órgão para regular o segmento das sociedades de investimento e que, de acordo com o Investment Company Institute – ICI (1999), restringe fortemente a capacidade

59. Segundo Minsky (1994, p. 8): “o princípio da transparência é necessário à operacionalização de um sistema financeiro fundado no mercado (*a market-rather than an institution-based financial system*)”, uma vez que a confiança em um mercado de dívidas e de ações requer alguma visibilidade sobre a gestão das corporações e dos mercados financeiros.

60. Para se qualificar para essa isenção, um *hedge fund* não pode ter mais de 35 investidores *non-accredited* e não pode envolver-se em *solicitation*. A SEC define investidor *accredited* como o indivíduo que possui um patrimônio financeiro superior a US\$ 1 milhão ou tenha recebido renda superior a US\$ 200 mil nos últimos dois anos, ou maior que US\$ 300 mil em conjunto com o cônjuge no mesmo período (Rule 501 da Regulation D da SEC). Além disso, a definição da SEC de *non-solicitation* é essencialmente uma comunicação verbal (Fung e Hsieh, 1999).

61. Algumas evidências sugerem que os *hedge funds* possuem uma quantidade maior de clientes que o sugerido acima. No entanto, a maioria dos grandes *hedge funds* tem sede *offshore* em paraísos fiscais, de modo a driblar as restrições domésticas (fiscais e regulatórias).



dos fundos mútuos de assumir posições alavancadas ou tomar empréstimos de terceiros. Novamente, os *hedge funds* não podem ser definidos como sociedades de investimento, uma vez que possuem menos de 99 investidores e não realizam qualquer oferta pública no mercado, permanecendo, assim, isentos da obrigatoriedade de registro, dos requisitos de transparência e das restrições de alavancagem aplicadas a estas sociedades.<sup>62</sup>

De modo semelhante ao descrito para a SEC, na esfera da CFTC o poder de jurisdição sobre os *hedge funds* também é limitado. O órgão foi criado por meio do Commodity Exchange Act em 1974, com o objetivo de regular o mercado de derivativos nos Estados Unidos, sendo responsável por “proteger os usuários do mercado e o público em geral contra fraude, manipulação, práticas abusivas e risco sistêmico relacionado aos derivativos financeiros” (CFTC, [s.d.], tradução nossa).<sup>63</sup> Segundo a citada lei, todas as instituições que lidam com recursos de terceiros ou fornecem serviço de consultoria para negociação de contratos futuros devem ser registradas junto à National Future Association (NFA), órgão autorregulado do segmento de derivativos financeiros, aprovado pela CFTC. Todas as companhias registradas devem ainda divulgar relatórios sobre o risco e o desempenho passado das operações realizadas, de modo a prover informações aos potenciais clientes. Nessa linha, todo *hedge fund* que opera contratos de futuros e de opções de futuros em nome de seus investidores pode ser obrigado a alistar-se como operador de derivativos junto à CFTC. No entanto, como estes fundos não

62. Fung e Hsieh (1999) chamam atenção para um ponto importante ao observar que “os gestores de *hedge funds* podem receber determinados tipos de incentivos financeiros baseados no desempenho do portfólio (taxa de desempenho) e que são proibidos aos fundos mútuos. No caso destes últimos, a taxa de desempenho deve satisfazer a regra *fulcrum*. Ou seja, os ganhos e perdas devem ter um efeito simétrico, no sentido de que a mesma porcentagem de desempenho acima ou abaixo de um referencial deve resultar no mesmo montante de incentivo positivo ou negativo para o gestor do fundo. Os gestores de *hedge funds* não estão sujeitos à regra *fulcrum*, ou ainda, a quaisquer outras regras, além das suportadas pelos investidores privados. Normalmente, os gestores destes fundos recebem incentivos assimétricos, nos quais auferem benefícios positivos, no caso de ganhos, mas não são obrigados a compensar os investidores, no caso de perdas. Esta opção de venda implícita continua a ser uma questão muito debatida sobre a remuneração dos gestores de *hedge funds*. Por um lado, a quantidade significativa de riqueza pessoal que estes gestores colocam em risco juntamente com os investidores inibem a assunção de riscos excessivos. Por outro lado, existem circunstâncias extremas, onde o pagamento desproporcional da taxa de incentivo pode superar o risco de perder a riqueza pessoal, mesmo considerando os riscos de reputação. Assim, sob quais condições os gestores de *hedge funds* são atidos a recorrerem à ‘Ave Maria’ e lançarem os dados contra todas as probabilidades razoáveis, continua a ser uma questão importante para pesquisas futuras” (p. 6, tradução nossa).

Original: “ hedge fund managers can receive certain types of performance-based fees that are prohibited to mutual funds. Mutual fund performance-based fee must satisfy the ‘fulcrum’ rule. That is, gains and losses must have a symmetric effect, in the sense that the same amount of over- and underperformance relative to a benchmark must result in the same amount of positive and negative incentive fees for a mutual fund manager. Hedge fund managers are not subject to the ‘fulcrum’ rule, or for that matter, any rules other than what the private investors would bear. Typically, hedge fund managers receive asymmetric fees in that they receive positive incentive fees for gains but are not required to rebate fees to investors for losses. This embedded ‘put option’ remains a highly debated issue on hedge fund managers’ compensation. On the one hand, the significant amount of personal wealth that hedge fund managers place at risk alongside investors inhibits excessive risk taking. On the other hand, there are extreme circumstances where the disproportional payout from the incentive fee may outweigh the risk of losing personal wealth even if reputational risks are taken into account. Thus, under what conditions hedge fund managers are enticed to take the ‘Hail Mary’ toss and roll the dice against unreasonable odds remains an important question for future research”.

63. “Protect market users and the public from fraud, manipulation, abusive practices, and systemic risk related to derivatives”.

são abertos ao público em geral terminam beneficiando-se de isenções quanto às exigências de registro, de manutenção deste e de divulgação de informações.

Quanto aos supervisores das atividades bancárias, o Federal Reserve e as outras estruturas, Fung e Hsieh (1999) observam que estas entidades também não possuem autoridade direta sobre o segmento de *hedge funds*. Isto porque, simplesmente, fundos de investimento não são bancos propriamente ditos, nem fazem parte da principal atividade deste setor.

De maneira geral, a predominância desse tipo de pressuposto tem impedido o desenho de marcos regulatórios mais eficazes, não apenas para o segmento de *hedge funds*, mas também para o setor financeiro como um todo, e a incorporação de uma abordagem sistêmica na concepção sobre a dinâmica do sistema financeiro.<sup>64</sup> Isto, somado à crença de que a disciplina de mercado é capaz de eliminar plenamente os riscos associados à maior presença destes fundos, tem levado muitos reguladores (e legisladores) a ignorarem o papel destes agentes na acentuação de problemas mais profundos inerentes ao funcionamento dos mercados financeiros.

Apoiados na abordagem de Minsky (1982; 1986), na qual os episódios especulativos são inerentes ao próprio funcionamento do sistema financeiro, alguns estudiosos veem na regulação e supervisão direta um instrumento indispensável para evitar a recorrência de crises financeiras. Isso porque a interação dos *hedge funds* com os mercados financeiros globais tem provocado mudanças importantes na dinâmica dos mercados, seja por meio do aumento da exigência de rentabilidade dos investidores, ou pela introdução de novas técnicas de gestão de recursos – particularmente intensivas no uso de instrumentos de alavancagem –, seja também pela maior participação destes fundos em operações de mercado enquanto contraparte das instituições financeiras (principalmente conglomerados bancários).

Por um lado, a disseminação dessas novas formas de administração de portfólio, em um ambiente de acentuada concorrência e de demanda crescente por retornos elevados, tem desencadeado um processo de progressiva similaridade das estratégias de investimento,<sup>65</sup> levando o Banco Central Europeu (BCE) a considerar que a diferença entre estes veículos e os fundos tradicionais tem se tornado cada vez mais turva (ECB, 2005, p. 7). Por outro lado, a crescente interação dos *hedge funds* com os diferentes tipos de fundos (fundos de pensão, companhias de seguro, fundos soberanos etc.) e tesourarias de instituições financeiras tem elevado sobremaneira a conexão entre os vários agentes financeiros, não apenas para os restritos ao mercado local, como também para os localizados em praças internacionais.

64. A predominância da visão que defende a menor regulação do segmento dos *hedge funds* entre os responsáveis pela supervisão dos mercados financeiros é discutida no box 1, no apêndice deste trabalho.

65. Essa disseminação não atingiu apenas as instituições financeiras, mas até as empresas não financeiras, como presenciado no caso da Enron (Farhi e Cintra, 2003).

Estes dois fatores acentuam os riscos sistêmicos de rupturas no funcionamento dos mercados financeiros globais, decorrentes de eventuais falhas (perdas) em uma instituição particular ou em um mercado regional.

Assim, torna-se importante entender dois meios principais pelos quais os *hedge funds* têm afetado a estabilidade financeira. Primeiro, por intermédio da exposição aos riscos das operações destes fundos de suas maiores contrapartes e credores: os conglomerados bancários. Segundo, via potencial impacto nos mercados financeiros, principalmente por meio da influência determinante na formação de tendências de preços dos ativos.

Sobre o primeiro ponto, uma importante observação realizada na ocasião da quebra do LTCM é que bancos, por serem as principais contrapartes nas transações com os *hedge funds*, além de seus maiores fornecedores de créditos, constituem um importante canal de transmissão da fragilidade financeira decorrente da conduta destes fundos para o mercado. Para entender de que forma esta conexão ocorre, torna-se conveniente distinguir cinco tipos de exposição direta: *i) prime brokerage*; *ii) financiamento*; *iii) contraparte*; *iv) investimento*; e *v) dependência de receita*. Em relação à primeira exposição, a complexidade das operações realizadas por meio dos *hedge funds*, somada à predominância de estratégias de gestão ativa, exigem um suporte operacional considerável, além de forte amparo financeiro, uma vez que envolvem substanciais volumes de recursos transacionados. Os bancos são os principais fornecedores destes serviços e frequentemente organizam as chamadas plataformas de *prime brokerage*, por meio das quais executam as operações, a compensação e a liquidação das transações realizadas pelos *hedge funds*, além de administrar riscos, facilitar as operações de crédito, entre outros serviços. Normalmente, estas plataformas estão concentradas em um número limitado de grandes conglomerados bancários globais – embora existam agentes menores – e, em resposta à demanda dos clientes, têm incorporado atividades mais complexas atreladas à negociação em ambientes de balcão e outros produtos. Além disso, em razão da dificuldade associada à administração das exposições destes fundos, qualquer *erro* gerencial (tomada de posição, execução de ordens ou registro de operações) em um grande conglomerado bancário ou grupo de bancos pode desencadear uma crise sistêmica.

A segunda forma de exposição ocorre por meio de empréstimos e/ou linhas de crédito ofertados pelos bancos aos *hedge funds*, usualmente disponibilizados como um dos serviços de *prime broker*. Os dois tipos mais comuns de financiamento são: empréstimos em moeda e empréstimos de títulos. Os empréstimos em moeda são comumente efetuados com acordos de recompra – *reverse repurchase agreements* (re-repos),<sup>66</sup> ou repos reversa –, os quais exigem a entrega de títulos financeiros como colaterais em montante proporcional ao valor transacionado.

66. Ver considerações de Downes e Goodman (1993) tratadas anteriormente.

Similarmente, o empréstimo de títulos se dá por intermédio de operações de repos direta. Um relatório divulgado pelo BCE apontou estas duas transações como os serviços mais recorrentes oferecidos aos *hedge funds* e como os vínculos mais significantes entre os dois agentes (ECB, 2005).<sup>67</sup> Importante destacar que, conforme mencionado na seção anterior, estas operações representaram a principal fonte de financiamento para as posições especulativas dos *hedge funds*, sendo um dos instrumentos mais utilizados pelos gestores do LTCM para alavancar suas posições. Recentemente, no contexto da crise financeira internacional, a proliferação de operações de repo com colateral em *collateralized debt obligation* (CDO) tornou alguns *hedge funds* um dos maiores compradores destes títulos e frequentemente financiados e alavancados pelos bancos vendedores, explicando grande parte das perdas que resultaram na falência, em 2007, dos dois grandes *hedge funds* geridos pelo banco Bear Stearns – fato que será discutido adiante.

A negociação direta com os *hedge funds* no mercado financeiro constitui o terceiro modo de exposição dos conglomerados bancários. Além dos ambientes regulados, frequentemente, as instituições bancárias realizam operações nos mercados de balcão e assumem a contraparte em instrumentos derivativos e em posições especulativas junto a estes fundos. Entre as várias motivações citadas pelos bancos para as transações com os *hedge funds*, estão a maior variedade de instrumentos e a maior liquidez provida por estes agentes.

Do mesmo modo, o investimento em *hedge funds* constitui a quarta forma de exposição direta dos conglomerados bancários neste segmento. Tais investimentos ocorrem usualmente em fundos administrados por entidades ligadas aos próprios conglomerados bancários e são atraídos pela alta relação risco-retorno deste segmento e pela possibilidade de diversificar o portfólio de investimento. Outra motivação importante está relacionada à demanda de investidores institucionais e individuais de alta renda por exposição nos *hedge funds*, o que leva os bancos a oferecerem seus fundos próprios ou de terceiros ou a ofertarem produtos estruturados deste segmento. Segundo relatório do BCE, o total de investimento dos 16 maiores conglomerados bancários de seis países europeus (Áustria, Alemanha, Espanha, França, Holanda e Suécia) superava € 9,4 bilhões, sendo mais da metade (51%) direcionados para fundos administrados por entidades originárias

---

67. Na mesma linha, Griffith-Jones, Calice e Seekatz ((s.d.)) levantam questionamentos relevantes quanto às implicações sistêmicas desta estratégia de gestão. Para os autores, é evidente que as consequências das práticas de alavancagem dos *hedge funds* excedem os estreitos limites dos contratos entre os fundos e os investidores de alta renda. Isto decorre não apenas dos vastos volumes de recursos investidos, mas principalmente das grandes quantidades de recursos emprestados, geralmente, do sistema bancário formal. Estas transações terminam por transferir os riscos dos *hedge funds* para todo o sistema de crédito, tornando as operações *privadas* destes fundos em operações de todo o público investidor. Esta observação contraria diretamente o argumento no qual os *hedge funds* não afetam os interesses dos investidores americanos, como ressaltado anteriormente. Ainda segundo os autores, a dificuldade em estruturar uma regulação mais robusta é agravada, sobretudo, em razão dos privilégios destes fundos de não divulgarem informações acerca das suas operações, acarretando a existência de pouca informação significativa sobre suas atividades.

das próprias instituições bancárias – embora em três países predominassem os fundos não vinculados aos bancos em questão (ECB, 2005).

A quinta forma de exposição está relacionada à dependência em relação às receitas originárias das comissões cobradas na prestação de serviços aos *hedge funds*. Embora seja um ponto de maior impacto para as instituições financeiras menores, as rendas provenientes desta atividade têm ocupado parcelas crescentes nas receitas dos bancos e estimulado os esforços para intensificar os serviços nesta área e atrair um número crescente destes investidores.

Além dos cinco canais diretos mencionados, é importante destacar dois canais indiretos – aos bancos – pelos quais os *hedge funds* impactam a estrutura do sistema financeiro. O primeiro deriva das possíveis exposições de crédito dos bancos junto às instituições financeiras fortemente expostas em transações com *hedge funds*. Nesse caso, o temor de eventuais problemas em qualquer *prime broker* pode, via efeito contágio, resultar em implicações sérias para a estabilidade de todo o sistema financeiro global. O segundo está relacionado às existências de posições similares assumidas pelos *hedge funds*, bancos, fundos de pensão, companhias de seguro e demais fundos de investimentos, nos vários mercados financeiros do mundo. Nessa situação, qualquer evento inesperado, como a mudança das condições macroeconômicas internacionais na ocasião da quebra do LTCM, pode forçar um *hedge fund* a desmontar suas posições, enxugando a liquidez do sistema, derrubando preços e arrastando, em um efeito dominó, outros *hedge funds* e instituições financeiras. Em entrevista realizada pelo BCE, este risco indireto foi apontado como uma das maiores preocupações dos conglomerados bancários na Europa em 2005 (ECB, 2005, p. 25).

Esses dois canais indiretos estão intrinsecamente relacionados à segunda forma de influências dos *hedge funds* na estabilidade do sistema financeiro, qual seja a formação de tendência de preços nos mercados de capitais via impacto na negociação de ativos. Farhi (1998) chamou a atenção para esta questão ao descrever algumas das táticas operacionais destes fundos atreladas à divulgação de opiniões e de operações, com o objetivo de atrair seguidores e fomentar comportamentos miméticos.<sup>68</sup> Mais recentemente, o aumento da conectividade dos *hedge funds* com as demais instituições financeiras, principalmente conglomerados bancários, somada à proliferação das estratégias alavancadas entre os agentes – sobretudo, as iniciadas e estruturadas de forma ainda mais intensa pelos *hedge funds* no mercado de derivativos – possibilitaram a estes fundos direcionarem as decisões dos demais

---

68. Exemplifica-se citando um exemplo do mercado de ouro: "(...) após longos anos de marasmo, letargia e queda dos preços, o mercado internacional de ouro despertou em 1992 com a divulgação da compra por George Soros e Jimmy Goldsmitt de minas de ouro na Austrália e de grandes posições e futuros deste metal precioso com os preços chegando a subir 20%. Note-se que estas notícias só foram divulgadas após a conclusão das operações e que o impacto que elas causaram permitiu aos dois realizarem bons lucros" (Farhi, 1999, p. 137).

agentes financeiros nos ambientes especulativos, apontando a direção das principais negociações e fomentando, assim, comportamentos miméticos.

Nessa linha, segundo pesquisa divulgada pelo BCE sobre a ligação entre os *hedge funds* e os maiores conglomerados bancários da Europa, as mesas de operações destas instituições bancárias costumam seguir as mesmas estratégias de investimentos daqueles fundos e, portanto, estão frequentemente vulneráveis às dinâmicas adversas dos mercados decorrentes desta concentração de posições (ECB, 2005). Além disso, de acordo com o relatório, emerge, entre os bancos da região, a preocupação com o crescimento no número e no volume de ativos sob gestão nos *hedge funds* que adotam estratégias sistematicamente similares entre si, fato que torna as alocações individuais dos diversos fundos e bancos muito semelhantes (ECB, 2005). Esta sincronia de posições caracterizadas por elevado grau de alavancagem introduz riscos significativos para todos os mercados financeiros.<sup>69</sup>

Embora seja difícil mensurar com exatidão os impactos desses comportamentos miméticos no mercado, não é difícil perceber a influência desta conduta sincronizada sobre os preços dos ativos. Isto porque a adoção de várias posições conjuntas, em uma mesma direção, distancia o ambiente financeiro do cenário idealizado de mercados competitivos (e *eficientes*), aproximando a regra de formação de preços dos ativos nestes ambientes da existente em um mercado oligopolista, vale dizer, sujeito a preços inflacionados e com tendências acentuadas em uma única direção (ANDERSEN, 1983-1984).<sup>70</sup>

É importante ressaltar que essa capacidade dos *hedge funds* de induzir comportamentos similares e, assim, influenciar a tendência dos preços dos ativos financeiros está inserida em um contexto ainda mais amplo de transformações lideradas pelo sistema financeiro norte-americano – discutidas na seção anterior. Estas ampliaram sobremaneira o papel desempenhado pelos mercados de capitais, induzindo mudanças importantes nas atividades dos conglomerados bancários (concomitante à proliferação dos *hedge funds* no mercado), e, por conseguinte, ampliando a parcela de atividades relacionadas à esfera propriamente financeira e especulativa das diferentes instituições. Um sintoma desta mudança de comportamento é ilustrado pela seguinte conclusão de uma Subcomissão

69. Outro sintoma dessa concentração de posições e dessa maior conectividade entre os agentes financeiros também é ilustrada pela preocupação do General Accounting Office dos Estados Unidos acerca da concentração das transações com derivativos no mercado de balcão norte-americano entre os 15 maiores *dealers* (*prime brokers*), concluindo que a falha abrupta em qualquer destas instituições poderia resultar em problemas de liquidez no mercado, o que colocaria em risco todo o sistema financeiro (FCIC, 2011).

70. Como sugere Belluzzo (2007): “os protagonistas relevantes nesses mercados são, na verdade, os grandes bancos de investimento, os fundos mútuos e a tesouraria de empresas que decidem ampliar a participação da riqueza financeira em seus portfólios. Dotados de forte influência sobre a ‘opinião dos mercados’, eles podem manter, exacerbar ou inverter tendências. Só não podem defender seus portfólios depois de um período de forte alavancagem e má precificação do risco”.

Permanente de Investigações do Senado norte-americano ao analisar a atuação do banco Goldman Sachs:

(...) ao longo dos últimos dez anos, as tradicionais atividades bancárias de investimento têm representado uma pequena porcentagem dos negócios da Goldman. Em vez disso, esta tem se tornado principalmente uma casa de *trading* em Wall Street, atuando como um *prime broker* para os *hedge funds*, estruturando e financiando transações para clientes com o próprio capital e conduzindo negociações em seu próprio benefício (UNITED STATES SENATE – USS, 2011, p. 378).<sup>71</sup>

É possível argumentar que nesse cenário, a potencial influência do comportamento dos *hedge funds* sobre os demais agentes envolvidos em transações nos mercados financeiros é ainda mais assustadora.

Dois episódios envolvendo três grandes *hedge funds* demonstraram para o mundo o potencial risco sistêmico atrelado à influência deste segmento na dinâmica dos demais agentes do mercado. O primeiro está relacionado ao já mencionado colapso do LTCM em 1998. A sociedade Long Term Capital Management LP foi fundada em 1994 em Delaware, com escritório central em Connecticut, ambos estados norte-americanos. A sociedade era responsável pelo fundo Long-Term Capital Portfolio LP, que tinha sede nas Ilhas Cayman<sup>72</sup> e era gerido por dois economistas com prêmio Nobel em razão de seus trabalhos sobre derivativos financeiros – Myron S. Shocles e Robert H. Merton. O fundo operava com elevado grau de alavancagem, baseada em operações de derivativos financiados com recursos emprestados por grandes bancos por meio da vasta utilização de contratos de repos ou re-repos – um dos principais canais de exposição das instituições bancárias aos *hedge funds* anteriormente citados. De acordo com a Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC, 2011), o fundo foi capaz de tomar emprestado um volume da ordem de US\$ 24 para cada US\$ 1 de capital dos cotistas, sendo as principais emprestadoras instituições como Merrill Lynch, JP Morgan, Morgan Stanley, Lehman Brothers, Goldman Sachs e Chase Manhattan. Segundo relatório do WGFM (1999), em agosto de 1998 o valor nacional das posições do fundo no mercado futuro atingiu US\$ 500 bilhões, os contratos de *swap* somavam US\$ 750 bilhões, as opções e outros derivativos US\$ 150 bilhões, enquanto os títulos contabilizados em balanço ultrapassavam US\$ 125 bilhões. No geral, o capital dos cotistas do LTCM não superava US\$ 4,8 bilhões, porém o fundo detinha apostas que superavam o valor nacional de US\$ 1,5 trilhão.

71. "(...)over the last ten years, traditional investment banking activities have become a small percentage of Goldman's business. Goldman has instead become primarily a Wall Street trading house, providing broker-dealer services to institutional costumers, acting as a primer broker to hedge funds, structuring and financing deals for costumers from its own capital, and conducting proprietary trading activities for its own benefit".

72. Segundo relatório do WGFM, o fundo LTCM era um veículo de investimento para vários outros fundos e, portanto, era estruturado de forma a acomodar os interesses regulatórios – tributários e contábeis – das diferentes classes de investidores de diferentes países (WGFM, 1999, p. 10). Supostamente, as regras regulatórias nesta região, conhecida por ser um paraíso fiscal, são muito mais brandas.

Uma das principais estratégias do fundo era a *convergence trade* ou “arbitragem de convergência” que, segundo a WGFM (1999), consistia na prática de realizar apostas em dois ativos, na esperança de que a diferença de preços entre eles ocorresse em uma direção favorável.<sup>73</sup> As elevadas apostas do LTCM na convergência das taxas de juros dos países europeus participantes do sistema monetário europeu tiveram excelentes resultados, entre 1995 e 1996, com rendimentos superiores a 40% – já descontadas as taxas de administração e de desempenho. Porém, segundo Farhi (1998), em 1997, a convergência destas taxas já havia se verificado, em função das medidas implementadas para assegurar a entrada do euro em janeiro de 1999, fato que levou o LTCM a utilizar maior alavancagem para garantir os mesmos níveis de retornos dos anos anteriores. Com a declaração da moratória russa em agosto de 1998, as turbulências no mercado foram agravadas, elevando os níveis de volatilidade e atingindo o *hedge fund* em condições extremamente adversas, uma vez que as apostas do LTCM giravam em torno de uma redução da volatilidade.

Conforme mencionado anteriormente, as perdas do LTCM alcançaram 90% do capital dos cotistas, colocando em risco importantes instituições bancárias credoras. O fato levou o Fed a orquestrar um resgate que reuniu 14 instituições financeiras e uma recapitalização de US\$ 3,6 bilhões do *hedge fund*. Importante mencionar que, depois desta operação de resgate, muitos bancos revelaram detalhes de suas exposições. Estas revelações mostraram que vários bancos haviam seguido estratégias semelhantes às adotadas pelo LTCM, porém em uma escala ainda maior, em termos financeiros agregados. Enquanto o LTCM tinha exposição de US\$ 80 bilhões em arbitragens entre títulos do Tesouro americano, por exemplo, os bancos tinham US\$ 3 trilhões em apostas semelhantes (THE ECONOMIST, 1998). Esta observação ilustra o enorme poder de influência dos *hedge funds* de orientar – e/ou mimetizar – as decisões dos demais agentes nos mercados financeiros especulativos.

O segundo exemplo envolve a quebra de dois *hedge funds* geridos pelo banco Bear Stearns, no contexto da crise financeira internacional de 2007, em meio a operações de repo – porém agora combinadas com uma inovação financeira, os títulos lastreados em hipotecas e outras dívidas ou *collateralized debt obligation* (CDO). A Bear Stearns Asset Management (BSAM), uma subsidiária do banco de investimento Bear Stearns com foco na gestão de portfólios, criou em 2003 o *hedge fund* High-Grade Structured Credit Strategies Fund (High-Grade) e, em 2006, o High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund (Enhanced Leverage), ambos orientados para a aquisição de títulos lastreados em hipotecas

---

73. Em alguns casos, há razões – apoiadas em fundamentos – que justificam a esperada mudança favorável nos preços relativos. Porém, em outros casos, esta aposta é puramente especulativa (WGFM, 1999, p. 10).



e para o uso da alavancagem a fim de elevar o retorno. Segundo Ralph Cioffi, responsável pela BSAM, o objetivo dos fundos era manter 90% da alocação em títulos com classificação de risco entre AAA ou AA, sob a tese de que o mercado de crédito estruturado oferecia rendimentos superiores ao sugerido pelas notas atribuídas pelas agências de classificação de crédito (FCIC, 2011). Baseado nisto, o objetivo do primeiro fundo foi fixado em uma relação de alavancagem de dez para um, enquanto o segundo, tido como uma versão alavancada do primeiro, assumia posições na proporção de doze para um.

Grande parte das aquisições de títulos para a realização dessas estratégias era financiada por meio das operações de repos com colateral em CDO – transações típicas entre os *hedge funds* –, realizadas junto a importantes bancos, entre eles o próprio Bear Stearns. Segundo o FCIC (2011), no final de 2006, o fundo High-Grade contabilizava aproximadamente US\$ 8,6 bilhões em títulos, dos quais US\$ 0,9 bilhão havia sido adquirido com capital dos cotistas e US\$ 7,7 bilhões, com recursos emprestados. De modo semelhante, o fundo Enhanced Leverage somava US\$ 9,4 bilhões, dos quais US\$ 0,9 bilhão oriundo de capital próprio e US\$ 8,5 bilhões de empréstimos. Tais operações fizeram a BSAM exercer um papel proeminente no mercado de CDO, tanto na elaboração como na aquisição destes instrumentos.<sup>74</sup>

Por outro lado, as mesmas instituições bancárias que emprestavam recursos para os *hedge funds* da BSAM, frequentemente também vendiam CDOs para estes fundos, que os utilizavam, posteriormente, como colateral das operações de empréstimos. Segundo Cioffi, os emprestadores ofertavam cada vez mais dinheiro para veículos de investimento como os da BSAM, e rolavam dívidas todas as noites, sem muita preocupação com a real qualidade dos ativos colaterais das transações. No auge destas operações, os *hedge funds*, em geral, podiam comprar bilhões de CDO com recursos emprestados (repo), em razão da alta contínua dos preços em um ambiente de euforia com esses instrumentos e com os mercados imobiliários. Nas palavras de Cioffi, “(...) estes se tornaram (...) uma classe de ativos mais e mais aceita, no mercado. Eles tinham uma ampla atratividade tanto domesticamente como internacionalmente. Assim, o mercado realmente explodiu” (FCIC, 2011, tradução nossa).<sup>75</sup>

Graças à combinação de CDO, repo e alavancagem, os fundos da BSAM alcançaram rendimentos elevados antes de 2007. O fundo High-Grade, por exemplo, obteve 17% em 2004, 10% em 2005 e 9% em 2006, descontadas as

74. Importante notar que ambos os *hedge funds* da BSAM não apenas compravam CDO, como também criavam e administravam outros CDOs. Quando a aquisição destes títulos atingia os limites internos dos fundos, eles eram *reempacotados* com outros instrumentos e vendidos para outros investidores. Procedendo dessa forma, o gestor pagava seus credores e adquiria capital para novas compras de títulos e, assim, para novos CDO (FCIC, 2011).

75. “It become (...) more and more acceptable asset class. [It had a] much broader footprint domestically as well as internationally. So the market just really exploded”.

taxas de administração e de desempenho. Porém, quando os preços dos imóveis começaram a cair em 2007 e os investidores começaram a questionar os valores dos títulos com lastro em hipotecas, os dois *hedge funds* do Bear Stearns, altamente alavancados, não resistiram, entrando em colapso em junho do mesmo ano. Em março de 2008, foi a vez do próprio Bear Stearns ser adquirido pelo banco JP Morgan Chase, em um acordo de apenas US\$ 236 milhões com o objetivo de evitar a sua falência. Ambos os fatos antecederam o agravamento da maior crise financeira internacional, em setembro de 2008, desde o *crash* da Bolsa de Valores de Nova York em 1929, o que exigiu gigantescas operações de resgates de diversos bancos centrais.<sup>76</sup>

Interessante notar novamente o papel desestabilizador do canal de exposição dos bancos aos *hedge funds*, via mercado de repo, agora, agregando inovações financeiras do mercado de hipotecas *subprime*. Além disso, os *hedge funds*, enquanto os maiores compradores de CDO, exerceram papel fundamental na proliferação deste instrumento e na disseminação desta estratégia de investimento entre outros agentes do sistema financeiro global. Tais alocações similares entre as várias instituições restaram subestimadas pelos reguladores e executivos de diversos mercados financeiros até a quebra do banco Lehman Brothers, em setembro de 2008, que revelou exposições deste banco em mais de 900 mil contratos destes títulos. Segundo o FCIC (2011), apesar de muitos outros *hedge funds* terem exposições aos mesmos riscos dos *hedge funds* do Bear Stearns, o Fed acreditava que aqueles eram casos isolados. Dias antes do colapso do Bear Stearns – e quatro meses antes do colapso do Lehman Brothers – o responsável da SEC, Christopher Cox, expressou estar confortável com o colchão de capital dos grandes bancos dos Estados Unidos.

Esse fato, somado ao caso anterior do LTCM, ajuda a ilustrar o potencial risco sistêmico associado ao crescimento dos *hedge funds*, nos últimos anos. A ausência de uma regulação mais direta e restritiva aplicada a este segmento torna os canais de impacto destes fundos sobre a dinâmica dos mercados – discutidos anteriormente – livres e abertos, constituindo fontes para novas instabilidades financeiras. Além das reivindicações por maior transparência e obrigatoriedade destes fundos de fornecerem informações sobre suas posições ao público em geral – algo amplamente discutido na literatura sobre *hedge funds* –, é imprescindível o desenho de estruturas regulatórias que atuem diretamente sobre os canais por meio dos quais estes fundos afetam os mercados de ativos. Reduzir a simbiose entre *hedge funds* e bancos, limitar o seu grau máximo de alavancagem, impor restrições para a tomada de empréstimos destes fundos,

---

76. Para a dinâmica da crise financeira internacional, ver, entre outros, Morris (2009), Tett (2009), BIS (2008, p. 109-110), Borio (2008), Kregel (2008), Freitas e Cintra (2008) e Farhi e Cintra (2008).

limitar as exposições nos mercados de derivativos (sobretudo de balcão), entre outros, são exemplos de medidas que trariam enormes benefícios em termos de estabilidade para os mercados financeiros mundiais.<sup>77</sup>

Por fim, é interessante notar como grande parte das reivindicações em torno de regras mais restritivas à atuação dos *hedge funds* no cenário internacional são particularmente familiares ao mercado financeiro brasileiro. A maior facilidade relativa com que o sistema financeiro doméstico tem enfrentado a crise financeira internacional e a constatação de que os fundos de investimentos e bancos nacionais não foram diretamente contaminados por posições especulativas alavancadas e ancoradas em ativos hipotecários de alto risco elevaram sobremaneira a credibilidade do mercado brasileiro no exterior. Logo, analisar as peculiaridades da jurisdição brasileira aplicada aos mercados de capitais pode fornecer indicativos interessantes para o debate sobre o tema em âmbito mundial. Nas palavras de um gestor,

(...) assim como a indústria global de *hedge funds* enfrenta os apelos por maior controle e regulação, a situação na América Latina exhibe um contraste. Enquanto muitos países carecem de credibilidade em matéria de regulação, o Brasil encontra-se na liderança dessa questão (SUPPAIAH, 2009, tradução nossa).<sup>78</sup>

#### 4.1 Brasil

Tradicionalmente, o mercado de capitais brasileiro tem sido marcado pela presença de estruturas regulatórias e de supervisão. Particularmente no segmento de fundos de investimentos, enquanto os veículos *offshore* desfrutam de ampla liberdade na condução de suas operações, os fundos *onshore* no Brasil obedecem a normas rigorosas de regulação e de supervisão. Tais normas, embora sejam alvos de críticas por aqueles que defendem um mercado de investimento mais flexível, recentemente, têm recebido atenção do mundo em razão da baixa vulnerabilidade das instituições financeiras internas ao longo do desdobramento da crise financeira internacional, iniciada no mercado de hipotecas *subprime* nos Estados Unidos.

---

77. Saliencia-se que nos EUA, a Volcker Rule, incorporada à Lei Dodd-Frank (2010), limitará as operações de tesouraria em *hedge funds* e fundos de *private equity* em 3% do capital dos bancos. Sob a Lei Dodd-Frank (2010), os *hedge funds* serão também forçados a se registrar junto às autoridades reguladoras financeiras, dando à Securities and Exchange Commission uma possível visão sobre as operações destes portfólios, em geral, fechados. A União Europeia também desenha novas regras para a atuação dos *hedge funds* sediados fora da região. Ademais, as instituições financeiras não bancárias, consideradas sistemicamente relevantes, poderão sofrer exigências de capital regulatório destinadas a compensar os riscos, pelo Federal Reserve. Alguns gestores de *hedge funds* já procuram reorganizar seus negócios diante das novas regulamentações. George Soros, gestor do Quantum Fund, por exemplo, decidiu fechar o fundo e transformar a Soros Fund Management em um escritório familiar para administrar os recursos de sua família. Os escritórios familiares serão tratados com mais tolerância pela legislação. Para diferentes visões sobre os impactos das novas regulamentações, ver os artigos de Jan A. Kregel, Ana Rosa Ribeiro de Mendonça, Simone Silva de Deos, Jean Toledo de Freitas, Gary A. Dymiski e Elisabetta Montanaro e Mario Tonveronachi neste volume. Ver também o box 1, no apêndice.

78. "Even as the global hedge fund industry faces calls for grater scrutiny and regulation, the situation found in Latin America offers a contrast. Whilst many countries lack credibility regulation, Brazil finds itself leading the way".

Entre as principais exigências domésticas, todos os fundos de investimentos com sede no Brasil são obrigatoriamente registrados junto à CVM, que atua como principal órgão regulador e supervisor de todo o setor de fundos e empresas de investimentos.<sup>79</sup> De acordo com a Instrução nº 409 de 2004 da CVM (2004), todos os fundos, incluindo os *hedge funds*, devem prover liquidez diária e divulgar, diariamente, o valor da cota e do seu patrimônio líquido para o público em geral. Além disso, os administradores destes fundos devem informar mensalmente à CVM o demonstrativo da composição e diversificação das carteiras sob gestão, bem como o balancete dos respectivos fundos.<sup>80</sup> Adicionalmente, todos os anos, devem encaminhar à CVM as demonstrações contábeis acompanhadas do parecer de um auditor independente. Paralelamente, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA), que representa as instituições administradoras de capitais no Brasil, também desempenha um papel autorregulador importante. Na percepção de alguns analistas, estas exigências tornam as situações de fraude – como a divulgada no caso Madoff, em dezembro de 2008 – praticamente impossíveis no Brasil, o que destaca o mercado financeiro do país em matéria de credibilidade (SUPPAIAH, 2009).<sup>81</sup>

Além dessas exigências que visam oferecer maior transparência acerca das atividades dos gestores ao público, uma importante restrição aplicada aos fundos no Brasil se refere à proibição destas entidades de contrair ou efetuar empréstimos junto a instituições financeiras.<sup>82</sup> Esta limitação estabelece um diferencial importante entre os fundos nacionais e os norte-americanos, uma vez que reduz a possibilidade de posições altamente alavancadas apoiadas em recursos de terceiros e elimina um preocupante canal de exposição dos bancos aos *hedge funds* – discutido anteriormente –, que se mostrou particularmente deletério para os mercados internacionais no contexto da última crise financeira. Sobre este ponto é importante ressaltar que as autoridades brasileiras não consideram oficialmente os *hedge funds* uma família diferente de fundos e, normalmente, os classificam como “fundos multimercados”, submetendo-os às mesmas regras regulatórias aplicadas aos demais fundos de investimento. Conforme analisado anteriormente, diante destas restrições domésticas, alguns especialistas chegam a afirmar não haver *hedge funds* propriamente ditos no Brasil, mas sim fundos que esporadicamente atuam como tal.

79. A Medida Provisória nº 539, de 27 de julho de 2011, assegurou poderes ao Conselho Monetário Nacional (CMN) para regulação do mercado de capitais e de derivativos, vale dizer: determinar depósitos (margens) sobre os contratos de derivativos e fixar limites, prazos e outras condições sobre as negociações dos contratos. Ver Ipea (2012), Cagnin e Freitas (2012) e Prates (2012).

80. O administrador, por motivos estratégicos, pode optar por não divulgar detalhes das posições do fundo por um prazo de 90 dias, podendo prorrogar este prazo por no máximo 180 dias. Estas exceções devem ser previamente justificadas à CVM. Segundo a Instrução nº 409 de 2004, Artigo 68, parágrafo 1º: “Caso o fundo possua posições ou operações em curso que possam vir a ser prejudicadas pela sua divulgação, o demonstrativo da composição da carteira poderá omitir a identificação e quantidade das mesmas, registrando somente o valor e sua porcentagem sobre o total da carteira” (CVM, 2004).

81. Vieira (2009) observa que não há um único caso de fraude envolvendo fundos de investimento no mercado brasileiro.

82. Instrução CVM nº 409, Seção III, Artigo 64, de 18 de agosto de 2004 e alterações trazidas pela Instrução nº 411 de 26 de novembro de 2004.

Outra especificidade do mercado brasileiro está relacionada ao ambiente de balcão. No país, todas as operações negociadas nesta esfera são registradas na Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP), órgão fiscalizado pelo Banco Central do Brasil e cujas atividades são regulamentadas pela CVM. Assim, todas as negociações de títulos entre particulares realizadas fora dos ambientes tradicionalmente regulados – BM&FBOVESPA – são passíveis de observação pelas autoridades regulatórias nacionais.<sup>83</sup> Novamente, no contexto tanto da crise financeira internacional quanto do colapso do LTCM nos Estados Unidos, a ausência deste tipo de informações se mostrou especialmente prejudicial para a avaliação da real extensão das exposições de risco entre as diferentes instituições financeiras locais.

É importante observar que grande parte das restrições existente no mercado financeiro brasileiro corresponde exatamente aos anseios daqueles que defendem maior transparência e uma regulação mais efetiva e prudencial dos mercados internacionais. Não por acaso, os bancos e fundos de investimentos nacionais exibiram exposição nula em derivativos ou contratos lastreados em hipotecas *subprime*, principal causa da crise de 2008 – não obstante estes ativos terem sido amplamente disseminados nas instituições financeiras norte-americanas e europeias, com implicações sérias para a estabilidade de ambos os mercados.<sup>84</sup> Esta proteção doméstica tem levado alguns analistas a afirmarem que a regulação brasileira é a melhor do mundo (SUPPAIAH, 2009). Especialmente, no caso dos *hedge funds*, enquanto o mundo discute e leva tempo para ajustar as regulamentações e também para se adequar a elas, no Brasil, “isto será simplesmente a regra vigente” (SPENCER, 2009, p. 10, tradução nossa).<sup>85</sup>

83. Deve-se salientar, no entanto, a deterioração patrimonial de empresas exportadoras que haviam vendido derivativos de câmbio para apostar na valorização do real entre 2007 e 2008. Em entrevista, publicada na *Folha de S.Paulo*, o presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, declarou: “grandes empresas brasileiras tinham assinado contratos de derivativos vendendo dólares equivalentes, em alguns casos, a anos de exportação. Com a depreciação cambial, o prejuízo dessas empresas aumentou enormemente. Elas ficaram insolventes. Eram empresas grandes, não se sabia quantas nem quais. Elas tinham contrato majoritariamente com bancos internacionais. Só que mantinham linhas de crédito com grandes bancos nacionais. Aqui de novo, não se sabia quantos ou quais. (...) O prejuízo poderia chegar a proporções monumentais. O mercado estava de tal maneira alavancado que, se o Banco Central não intervisse, geraria perdas extravagantes para bancos brasileiros que tinham crédito com essas companhias” (Malbergier e Aith, 2009). Para uma discussão dos impactos dos instrumentos de “*hedge tóxicos*” ou dos “*subprime* brasileiros”, na percepção dos investidores do elevado risco embutido em instrumentos financeiros complexos e opacos, carregados pelo sistema financeiro nacional, ver Farhi e Borghi (2009), Freitas (2009), Prates *et al.* (2009), Mesquita e Torós (2010) e Cintra e Prates (2011).

84. Cabe lembrar que o elevado patamar da taxa de juros básica da economia brasileira oferece aos investidores um investimento de baixo risco e de alta rentabilidade. Logo, para os investidores assumirem posições mais arriscadas no mercado financeiro, os juros domésticos no Brasil representam um desestímulo.

85. “*It will be simply business as usual*”.

Ademais, um estudo do Basel Committee on Banking Supervision para avaliar a consistência e aderência das regras nacionais ao chamado Acordo de Basileia 3, que objetiva aumentar e melhorar a qualidade do capital do sistema financeiro internacional, bem como aperfeiçoar a supervisão, a partir de 1º de janeiro de 2013 (e, plenamente em vigor em 2019), mostrou que o Brasil está à frente dos EUA, Rússia, Argentina, México, Coreia do Sul, Hong Kong, Indonésia e África do Sul nos preparativos para a implementação das novas regras. Argentina e EUA não aderiram nem ao Acordo de Basileia 2 de 2004. Além disso, uma reportagem do *Financial Times* sinaliza que levantamento da Thomson Reuters registrou 14.215 anúncios regulatórios em todo o mundo, durante o ano de 2011, em uma média de 60 por dia útil. Muitas destas regras são conflitantes e até excludentes em relação ao acordado em Basileia 3.

Apesar desses pontos positivos, é possível verificar que o mercado financeiro brasileiro não está totalmente imune à atuação mais arriscada dos veículos de investimento internacionais. Conforme discutido anteriormente, a atuação dos *hedge funds* sobre o mercado futuro de câmbio no país ou a relação destes fundos com o recente segmento de ETF constituem exemplos do poder de influência destes veículos na esfera doméstica, apesar das restrições regulatórias. Como relatado antes, progressivamente, as posições assumidas por estes fundos – de forma especulativa no plano internacional – encontram contrapartes nas instituições financeiras e empresas produtivas nacionais, terminando por disseminar internamente práticas de gestão mais arriscadas, bem como elevar a fragilidade do mercado interno. Além disso, ao agirem desta forma, estas entidades elevam a conectividade do sistema financeiro brasileiro ao sistema internacional, incorporando as instituições internas em extensas cadeias de posições interligadas e, geralmente, alavancadas.

Logo, em razão desta conectividade, a ausência de regras mais rígidas no plano internacional torna a regulação doméstica limitada para proteger plenamente o sistema financeiro interno, e, assim, assegurar o não contágio de crises sistêmicas.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em meio a um processo de dismantelamento de estruturas regulatórias e ampliação do papel desempenhado pelos mercados de capitais, a proposta de uma gestão de portfólio mais flexível e arriscada, livre das exigências e limitações dos reguladores e supervisores dos mercados financeiros, ganhou inúmeros adeptos nos Estados Unidos e culminou na explosão dos *hedge funds* em âmbito mundial nos últimos anos.

A despeito da visão otimista sobre a função desses agentes, a eclosão do segmento de *hedge funds* tem se revelado potencialmente nociva para a estabilidade do sistema financeiro global. Isto porque a forte interação destes fundos com inúmeras instituições tem provocado mudanças importantes na estrutura e na dinâmica dos mercados financeiros, seja por meio da disseminação de formas mais arriscadas de gestão de recursos, ou pela maior propensão destes veículos para assumir posições altamente alavancadas envolvendo, sobretudo, instituições bancárias, em razão do poder de influenciar e direcionar a decisão de investimentos dos demais agentes, e, assim, fomentar comportamentos miméticos. Dois casos envolvendo a quebra de *hedge funds*, LTCM em 1997 e fundos do Bear Stearns em 2007, ressaltaram para o mundo o poder de rupturas sistêmicas destas entidades. Não por acaso, os argumentos a favor de uma regulação mais restritiva sobre este segmento têm ganhado forças em vários fóruns internacionais.

Por todos esses motivos, o avanço dos *hedge funds* para a América Latina – em especial no Brasil – deve ser visto com ressalvas. Embora o país possua uma regulamentação considerada por alguns especialistas como modelo para o mundo, a atuação altamente agressiva destes fundos tem sido capaz de influenciar a dinâmica interna do mercado brasileiro e tem conectado as instituições domésticas em uma cadeia ampla e externa de posições especulativas. Enquanto a adoção de regras mais efetivas no plano internacional ainda parecer distante, qualquer movimentação destes fundos torna-se preocupante.

## REFERÊNCIAS

AGLIETTA, M.; KHANNICHE, S.; RIGOT, S. **Pourquoi réglementer les hedge funds?** CEPII, jan. 2010. (Lettre du CEPII, n. 296).

AGLIETTA, M. **Macroeconomia financeira**. v. 1-2. São Paulo: Loyola, 2004.

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Basileia III: novos desafios para adequação da regulação bancária**. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2010. Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/mostra.aspx?id=1000001316>>.

\_\_\_\_\_. **Código ANBIMA dos processos de regulação e melhores práticas**. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2011a. Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/mostra.aspx?op=o&cid=64>>.

\_\_\_\_\_. **Reforma financeira norte-americana: a lei Dodd/Frank**. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2011b. Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/mostra.aspx?id=1000001317>>.

ANDERSEN, T. B. Some implications of the efficient capital markets hypothesis. **Journal of Post Keynesian Economics, Knoxville**, v. 6, n. 2, p. 281-294, 1983-1984.

BAER, M. *et al.* Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, n. 4, p.79-126, 1994.

BARBOSA, N. *et al.* **Real exchange rate, capital accumulation and growth in Brazil**. In: CONFERENCE ON DEVELOPMENT AND CHANGE, 4., 2010, Johannesburg, South Africa. Apr. 9-11 2010.

BARBOSA, N.; SOUZA, J. A. P. A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda. In: SADER, E.; GARCIA, M. A. (Orgs.). **Brasil: entre o passado e o futuro**. São Paulo: Boitempo, 2010.

BARBOSA, N. Latin America: counter-cyclical policy in Brazil: 2008-09. **Journal of Globalization and Development**, v. 1, n. 1, 2010.

BARCLAYHEDGE. **Hedge fund inflow hit 18 month high of \$18.7 billion in november**. BarclayHedge, Jan. 2010. Disponível em: <[http://www.barclayhedge.com/research/press\\_releases/PR\\_Jan\\_12\\_2010.html](http://www.barclayhedge.com/research/press_releases/PR_Jan_12_2010.html)>.

BELLUZZO, L. G. M. Tempestades na bonança. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 11 mar. 2007.

BERNANKE, B. S. **Hedge funds and systemic risk**. Basel: BIS, May 2006.

BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. 78th annual report. **Quartely Review**, Basle, 30 June 2008.

\_\_\_\_\_. **Basel committee on banking supervision**: peer review of supervisory authorities' implementation of stress testing principles. Basel, 13 Apr. 2012. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/bcbs218.pdf>>.

BORIO, C. **The financial turmoil of 2007–?** A preliminary assessment and some policy considerations. Basle: BIS, Mar. 2008 (Working Papers, n. 251).

CAGNIN, R. F.; FREITAS, M. C. P. **A experiência brasileira com a tributação das transações financeiras**. Brasília: CEPAL; Ipea, 2012. Mimeografado.

CALDWELL, T. Introduction: the model for superior performance. *In*: LEDERMAN, J.; KLEIN, R. A. **Hedge funds**: investment and portfolio strategies for the institutional investor. New York: Irwin, 1995.

CHIANAMEA, D. R.; CALIXTRE, A. B.; CINTRA, M. A. M. O Brasil na crise mundial de 2008 e as possibilidades de um imposto sobre transações financeiras internacionais. *In*: CINTRA, M. A. M.; SCHUTTE, G. R.; VIANA, A. R. (Orgs.). **Globalização para todos**: taxação solidária sobre os fluxos financeiros internacionais. Brasília: Ipea, 2010, p. 265-300.

\_\_\_\_\_.; PRATES, D. M. Os países em desenvolvimento diante da crise financeira global. *In*: ACIOLY, L.; LEÃO, R. P. F. (Orgs.). **Crise financeira global**: mudanças estruturais e os impactos sobre os emergentes e o Brasil. Brasília: Dinte/Ipea, 2011, p.11-46.

\_\_\_\_\_.; CAGNIN, R. F. Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas. **Econômica**, v. 9, n. 2, p. 296-338, dez. 2007.

\_\_\_\_\_.; FARHI, M. Contradicciones y límites del Plano de Convertibilidad. **Nueva Sociedad**, Caracas, n.179, p. 89-111, 2002.

CINTRA, M. A. M. A reestruturação institucional do sistema financeiro americano (1980/95). **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, n.10, p.111-39, jun. 1998.

\_\_\_\_\_. A dinâmica do novo regime monetário-financeiro americano: uma hipótese de interpretação. **Revista Estudos Avançados**, São Paulo, n. 39, p. 103-141, 2000.



CRMPG – COUNTERPARTY RISK MANAGEMENT POLICY GROUP. **Improving counterparty risk management practices**. New York: CRMPG, 1999.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução nº 409, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. **Diário Oficial da União**, 2004.

DODD, R.; GRIFFITH-JONES, S. **Report on derivatives markets: stabilizing or speculative impact on Chile and a comparison with Brazil**. United States: ECLAC, May 2007.

DOWNES, J.; GOODMAN, J. E. **Dicionário de termos financeiros e de investimento**. 3. ed. São Paulo: Nobel, 1993.

ECB – EUROPEAN CENTRAL BANK. **Large EU bank's exposures to hedge funds**. ECB, Nov. 2005.

ECCLESTONE, C. **The local Edge: how LatAm funds can compete**. United States: Eurekahedge, Oct. 2009. Disponível em: <[http://www.eurekahedge.com/news/09\\_Oct\\_The\\_Local\\_Edge\\_How\\_LatAm\\_Funds\\_Can\\_Compete.asp](http://www.eurekahedge.com/news/09_Oct_The_Local_Edge_How_LatAm_Funds_Can_Compete.asp)>.

EICHENGREEN, B. **Privilegio exorbitante: a ascensão e queda do dólar e o futuro do sistema monetário internacional**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

O ESTADO DE S. PAULO. **JPMorgan compra Bear Stearns por US\$ 236 milhões**. Caderno Economia. São Paulo, 17 mar. 2008.

EUROMONEY. **Brazil's hedge funds break through**. Dec. 2005. Disponível em: <<http://www.euromoney.com>>.

FARHI, M.; BORGHI, R. A. Z. O futuro no presente: um estudo dos mercados de derivativos financeiros. **Revista Estudos Avançados**, São Paulo, v. 23, n. 66, p. 169-188, 2009.

FARHI, M. Derivativos de crédito. *In*: FECAMP – FUNDAÇÃO ECONOMIA DE CAMPINAS. **Projeto de pesquisa: estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos**. Campinas; Rio de Janeiro: UNICAMP; BNDES, nov. 2009.

FARHI, M.; CINTRA, M. A. M. A crise financeira e o *global shadow financial system*. **Novos Estudos**, São Paulo, n. 82, p. 35-55, nov. 2008.

\_\_\_\_\_. The financial crisis and the global shadow banking system. **Revue de la Régulation**, Paris, n. 5, 2009. Disponível em: <<http://regulation.revues.org/index7473.html#text>>.

\_\_\_\_\_. O *crash* de 2002: da exuberância irracional à ganância infecciosa. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 23, n.1, p. 39-61, 2003.

FARHI, M. Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, n.17, p. 55-79, dez. 2001.

\_\_\_\_\_. Derivativos financeiros: *hedge*, especulação e arbitragem. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, n.13, p. 93-114, dez. 1999.

FARHI, M. **O futuro no presente**: um estudo dos mercados de derivativos financeiros. 1998. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1998.

FCIC – FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION. **Final report of the national commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States**. United States: GPO, 2011. (The Financial Crisis Inquiry Report).

FREITAS, M. C. P. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. **Revista Estudos Avançados**, São Paulo, v. 23, n. 66, p. 125-145, 2009.

FREITAS, M. C. P.; CINTRA, M. A. M. Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 28, n. 3, p. 414-433, 2008.

FUNDAP – FUNDAÇÃO DE DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO. Balanço de pagamentos: transações correntes e o seu financiamento. **Boletim de Economia**, São Paulo, n. 2, p. 4-10, mar. 2011a.

\_\_\_\_\_. Intervenções macroprudenciais no mercado de crédito e no mercado de câmbio. **Boletim de Economia**, São Paulo, n. 3, p. 4-11, abr. 2011b.

FUNG, W.; HSIEH, D. A. **A primer on hedge funds**. Durham: Duke University, Aug. 1999. Disponível em: <<http://faculty.fuqua.duke.edu/~dah7/primer.pdf>>.

GEITHNER, T. **Hedge funds and their implications for financial system**. BIS, Nov. 2004.

GOWAN, P. Crisis in the Heartland: consequences of the new Wall Street System. **New Left Review**, London, n. 55, Jan./Feb. 2009. Disponível em: <<http://www.newleftreview.org/?view=2759>>.

GRAY, S. **Amid economic turmoil, still shines**. Latin America hedge funds 2009. Latin America: Hedgeweek, Mar. 2009. (Special Report).

GRIFFITH-JONES, S.; CALICE, P.; SEEKATZ, C. **New investors in developing countries**: opportunities, risks and policy responses, the case of hedge funds. BMZ/GTZ, [s.d.].

GRIFFITH-JONES, S.; GALLAGHER, K. P. Restringindo os fluxos de capitais especulativos para proteger a economia real. **Boletim de Economia e Política Internacional**, Ipea, n. 7, jul./set. 2011.

GUTTMANN, R. **How credit-money shapes the economy**. The United States in a global system. New York: M. E. Sharpe, 1994.

HILDEBRAND, P. M. **Financial stability and hedge funds**: effective and ineffective supervision. BIS, Nov. 2005.

ICI – INVESTMENT COMPANY INSITUTE. **Differences between mutual funds and hedge funds**. United States: ICI, 1999. Disponível em: <[http://www.ici.org/investor\\_ed/brochures/ci.faqs\\_hedge.print](http://www.ici.org/investor_ed/brochures/ci.faqs_hedge.print)>.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. O Regime de Crescimento Econômico Brasileiro: uma apreciação sobre o período 1995-2009. *In*: CARDOSO Jr., J. C. (Coord.). **Brasil em desenvolvimento**: Estado, planejamento e políticas públicas. Brasília, Ipea, 2010. v. 1.

\_\_\_\_\_. **Avaliações das opções de financiamento inovador**. Globalizar a solidariedade: em defesa da taxaço dos fluxos financeiros. Brasília: Ipea, 2011. Cap. 3.

\_\_\_\_\_. O Financiamento das Contas Externas Brasileiras: 2003-2010. *In*: MONTEIRO NETO, A. (Coord.). **Brasil em desenvolvimento**: Estado, planejamento e políticas públicas. Brasília: Ipea, 2012. v. 2.

KALTENBRUNNER, A. International financialization and depreciation: the Brazilian Real in the international financial crisis. **Competition and changes**, v. 14, n. 3-4, Sept./Dec. 2010.

KOUWE, Z.; SLATER, D. 2 Bear Stearns fund leaders are acquitted. **The New York Times**, Business, 10 Nov. 10, 2009.

KREGEL, J. Global portfolio allocation, hedging, and September 1992 in the European monetary system. *In*: DAVIDSON, P.; KREGEL, J. A. **Employment, growth and finance**: economic reality and economic growth. Hampshire: Edward Elgar Publishing Limited, 1994.

\_\_\_\_\_. **Derivatives and global capital flows**: applications to Asia. New York: Levy Economics Institute, 1998. (Working Paper, n. 246). Disponível em: <<http://www.levy.org>>.

\_\_\_\_\_. **Minsky's cushions of safety**: systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market. New York: Levy Economics Institute, Jan. 2008. (Public Policy Brief, n.93).

\_\_\_\_\_. **Some simple observations on the reform of the international monetary system**. New York: Levy Economics Institute, 2009. (Polyce Note, n. 8).

\_\_\_\_\_. **Is reregulation of the financial system an oxymoron?** New York: Levy Economics Institute. Feb. 2010. (Working Paper, n. 585).

\_\_\_\_\_. **Will Dodd-Frank prevent “it” from happening again?** New York: Levy Economics Institute, Apr. 2011. (Research Project Report).

LII – LEGAL INFORMATION INSTITUTE. **Community development financial institutions fund, department of the treasury.** United States: Cornell University Law School, [s.d.].

LIPSCOMB, L. **An overview of non-deliverable foreign exchange forward markets.** New York: FRB, 2005.

MALBERGIER, S.; AITH, M. Entrevista Henrique Meirelles: juros ao consumidor devem cair mais rápido. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, p. B6, 13 set. 2009.

MASTERS, B. Regulação bancária vira colcha de retalhos e cria custos. **Financial Times**, São Paulo, p. C49, abr. 2012.

MCCULLEY, P. **The Shadow Banking System and Hyman Minsky’s Economic Journey.** California: Global Central Bank Focus, May, 2009.

MCGUIRE, P.; TSATSARONIS, K. **Estimating hedge fund leverage.** Basel: BIS, Sept. 2008. (Working Paper, n. 260).

MESQUITA, M. M. C.; TORÓS, M. Gestão do Banco Central no pânico de 2008. *In*: GARCIA, M.; GIAMBIAGI, F. (Orgs.). **Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial.** Rio de Janeiro: Campus, 2010. p.189-206.

MINSKY, H. P. **Financial instability and the decline (?) of banking: public policy implications.** New York: Levy Economics, 1994. (Working Paper, n. 127).

\_\_\_\_\_. **Can ‘it’ happen again?** Essays on instability and finance. New York: M. E. Sharpe, 1982.

\_\_\_\_\_. **Stabilizing an unstable economy: a twentieth century fund report.** New Haven; London: Yale University Press, 1986.

MORRIS, C. R. **O crash de 2008: dinheiro fácil, apostas arriscadas Minsky, 1982 e o colapso global do crédito.** São Paulo: Aracati, 2009.

NYBERG, L. **Hedge funds and the recent financial turmoil.** BIS, Jan. 2008.

O GLOBO. JPMorgan fecha compra do brasileiro Gávea Investimentos, de Arminio Fraga. **Caderno Economia.** São Paulo, 25 out. 2010.

PALMER, C. **New players enter the game: is Latin America ready for hedge funds?** United Kingdom: SwissHedge, 2007.

PAPADIMITRIOU, D. B. **Preface.** Levy Economics Institute. Minsky on the regulation and restructuring of financial system – Will Dodd-Frank prevent “It” from happening again? Research Project Report, April 12, 2011. Disponível em: <<http://www.levyinstitute.org/ford-levy/>>.

PARAGIRI, N. **Latin America**: is it the next hedge fund investment opportunity? United States: SwissHedge, 2008

PRATES, D. M. **How to evaluate financial regulation of Brazil**. São Paulo: Cemacro; FGV, Mar. 2012.

\_\_\_\_\_. *et al.* Mercado de crédito bancário. *In*: FECAMP – FUNDAÇÃO ECONOMIA DE CAMPINAS. **Projeto de pesquisa**: estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos. Campinas: CECOM; UNICAMP, 1999. Disponível em: <<http://www.iececon.net/pesquisa.htm>>.

RAGIR, A. **Hedge funds usam “kit Brasil” e garantem retorno com renda fixa**. Exame.com, 7 June 2011. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/hedge-funds-usam-kit-brasil-e-garantem-retorno-com-renda-fixa>>.

REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. **This Time is Different**: a panoramic view of eight centuries of financial crises. Cambridge: NBER, Mar. 2008. (Working Paper, n. 13.882). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w13882>>.

ROSA, S. ETFs Turbinados. **Jornal Valor Econômico**, São Paulo, D1, 13 set. 2011.

ROSSI, P. Taxa de câmbio no Brasil: dinâmicas da arbitragem e da especulação. **Observatório da Economia Global**, Campinas, n. 7, set. 2011.

RUSSO NETO, M. **Hedge funds**. 2004. Disponível em: <<http://www.risktech.com.br/Artigos/ArtigosIntrodutorios.asp>>.

SANTOS, J. E. **Dicionário de derivativos**. São Paulo: Atlas, 1998.

SHINOHARA, E.; DOUGLAS, P. Latin America hedge funds. **Alternative Investment Management Association Journal**, 2008. Disponível em: <[http://cayman.aima.org/en/knowledge\\_centre/education/aima-journal/past-articles/index.cfm/jid/323A715D-B6DD-47E8-B58F3D5B99315F8A](http://cayman.aima.org/en/knowledge_centre/education/aima-journal/past-articles/index.cfm/jid/323A715D-B6DD-47E8-B58F3D5B99315F8A)>.

SPENCER, M. A. **Latin America hedge funds 2009**: offshore structures gather momentum. Latin America: Hedgeweek, Mar. 2009. (Special Report).

SUPPAIAH, N. **Latin America hedge funds 2009**: survival of the fittest and new strategies. Latin America: Hedgeweek, Mar. 2009. (Special Report).

TETT, G. **O ouro dos tolos**: como a ganância desenfreada corrompeu um sonho, despedaçou os mercados globais e desencadeou uma catástrofe mundial. Rio de Janeiro: Campus; Elsevier, 2009.

THE ECONOMIST. **O papel dos fundos de hedge na crise cambial**. *Gazeta Mercantil*, p. B6, 21 set. 1998.

THE WEALTHNET. **Brazilians lured by booming hedge fund industry**. 2006.

TSATSARONIS, K. Special feature: hedge funds. **Quartely Review**, Nov. 2000.

UNITED STATES. **Commodity Futures Trading Commission**. Mission & responsibilities. [s.d.]. Disponível em: <<http://www.cftc.gov/About/MissionResponsibilities/index.htm>>.

\_\_\_\_\_. **Senate**. Wall Street and the financial crisis: anatomy of financial collapse. Apr. 2011. (Majority and Minority Staff Report).

VIEIRA, O. M. C. **Latin America hedge funds 2009**: latam offers hope in distressed times. Latin America: Hedgeweek, Mar. 2009. (Special Report).

WGFM – WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS. **Hedge funds, leverage, and the lessons of long-term capital management**. Washington: WGFM, Apr. 1999. (Report of The President's WGFM).

\_\_\_\_\_. **Executive Order 12631**. Washington: WGFM, 1999. Disponível em: <<http://www.archives.gov/federal-register/codification/executive-order/12631.html>>.

## ANEXO

## QUADRO A.1

Resumo qualitativo dos diferentes estilos de *hedge funds*

<i>Even-drive</i>	Engloba os fundos que assumem posição em decorrência de eventos corporativos que podem afetar a avaliação dos ativos das empresas envolvidas. Podem assumir posições ativas em falências e reorganizações corporativas, usualmente por meio da aquisição de títulos de dívida bancária ou outros ativos de elevado rendimento. Ou ainda explorar a arbitragem nos anúncios de fusão e aquisição. Nesses casos, o gestor assume posição vendida nas ações da empresa adquirida ou vendida, e simultaneamente, posição comprada na empresa compradora; ou o sentido inverso, caso julgue que a transação não ocorrerá.
Global	Trata-se de uma categoria abrangente de fundos que investem em ações e títulos não americanos, incluindo títulos de mercados emergentes, porém sem nenhuma estratégia específica.
Macro/Global	Compreende os fundos que se orientam em análises macroeconômicas para fazer apostas sobre os principais fatores de risco da economia, como: moeda, taxa de juros, taxa de inflação, índice de ações e <i>commodities</i> , entre outros. Um dos exemplos mais famosos refere-se à aposta de aproximadamente US\$ 1 bilhão realizada por George Soros, por meio do seu <i>hedge fund</i> Quantum, em setembro de 1992, em torno da especulação sobre a saída da libra britânica do Mecanismo Europeu de Taxa de Câmbio.
<i>Market neutral</i>	Refere-se aos fundos que procuram evitar (ou neutralizar) fatores de riscos de mercado, mas realizam apostas em movimentos de preços dos ativos utilizando estratégias como <i>long-short</i> (compra e venda de ativos), arbitragem de índice de ações, arbitragem de <i>convertible bonds</i> (bônus convertíveis em ações) e de títulos de renda fixa. A estratégia <i>long-short</i> utiliza o modelo clássico de <i>hedge funds</i> de Jones, o qual assume posições compradas e vendidas em ativos financeiros de modo a limitar a exposição total do fundo ao risco do mercado. A arbitragem de índice de ações explora o <i>spread</i> entre o índice de contratos futuros e a respectiva cesta de ações. Já a arbitragem de <i>convertible bonds</i> normalmente negocia as opções embutidas nesses " <i>bonds</i> " por meio da compra desses últimos e da venda a descoberto das respectivas ações. Por fim, a arbitragem de renda fixa abarca as negociações de preços ou rendimentos (juros) ao longo da curva de rendimentos (juros), normalmente entre títulos corporativos e governamentais com características comparáveis, ou, mais frequentemente, entre duas cestas de títulos semelhantes negociadas com diferencial de preço.
<i>Sectors</i>	Englobam os fundos de gestores especialistas que concentram investimentos em setores específicos da atividade econômica, como: empresas de telecomunicações, setor de mineração, de <i>commodities</i> agrícolas, empresas de prestação de serviços, setor bancário, entre outros.
<i>Short-sellers</i>	São fundos que somente assumem posições compradas em ações diversas.
<i>Long-only</i>	Ao contrário da anterior, são fundos que frequentemente assumem posições vendidas, normalmente com alavancagem.

Fonte: Fung e Hsieh (1999), com base nas categorias da Managed Account Reports (MAR).  
Elaboração dos autores.

## QUADRO A.2

## Classificação ANBIMA de fundos de investimento – categoria multimercados

		Tipo ANBIMA
<i>Hedge funds</i>	1	<i>Long and Short</i> - Neutro
	2	<i>Long and Short</i> - Direcional
	3	Multimercados Macro
	4	Multimercados <i>Trading</i>
	5	Multimercados Multiestratégia
	6	Multimercados Juros e Moeda
	7	Multimercados Estratégia Específica
	8	Multimercados Multigestor
	9	Balanceados
	10	Capital Protegido

Fonte: Classificação ANBIMA de fundos de investimento. Deliberação nº 44 de 24/11/2010 (ANBIMA).

## BOX 1

**Debate sobre a regulação dos *hedge funds***

Na seção 4 deste texto, foram apresentados mecanismos pelos quais os *hedge funds* não estão sujeitos às obrigações regulamentares aplicadas à maioria das instituições financeiras norte-americanas, permanecendo à margem das exigências estabelecidas pelas autoridades para promover a estabilidade do sistema financeiro. Além da filosofia ressaltada por Fung e Hsieh (1999) naquela seção, estes privilégios são vistos como legítimos pela ampla maioria dos atuantes no mercado, na medida em que visam assegurar as condições adequadas para a execução das complexas estratégias de investimentos perseguidas por estes fundos. Entre os defensores destas prerrogativas, prevalece o argumento no qual uma regulação mais restritiva tornaria inviável a obtenção de ganhos pelos gestores por meio da arbitragem de preços dos ativos, por exemplo, o que supostamente aniquilaria uma das principais características da forma de gestão dos *hedge funds*: comprar quando os preços estão em queda e vender quando estão altos, ou seja, agir contra a tendência.

Subjacente a esse argumento, está a visão na qual os *hedge funds* exercem um papel positivo para o funcionamento adequado dos sistemas financeiros. Segundo Nyberg (2008), estes veículos contribuem para a difusão dos riscos entre um número maior de agentes, além de melhorarem a fixação de preços dos diferentes ativos, na medida em que podem agir com maior rapidez e flexibilidade. Além disso, uma das suas principais estratégias é a identificação e a negociação de ativos mal precificados que contribuem para que os preços de mercado reflitam melhor os riscos implícitos, permitindo que os recursos sejam distribuídos de forma mais eficiente, que os riscos sejam melhor gerenciados e que a liquidez seja majorada. Logo, a imposição de restrições ao livre funcionamento destes fundos pode neutralizar estas funções e trazer consequências desastrosas para todo o sistema.

Essa visão sobre o papel dos *hedge funds* influenciou sobremaneira as discussões sobre regulação ao longo da história destes veículos de investimento. Em 1999, um marco importante neste debate foram as propostas publicadas pelo WGFM, que refletiram esta tendência. Na ocasião, o grupo concluiu que os supervisores e reguladores deveriam assegurar que os bancos e os *broker-dealers* implementassem políticas necessárias para fortalecer e manter a disciplina do mercado, e divulgou várias recomendações com este objetivo, muitas delas acatadas pelo mercado. Por seu turno, a resposta alternativa que o grupo considerou, porém não recomendou, estava além da publicação de simples recomendações; sugeria-se uma regulação mais direta dos *hedge funds*.

De acordo com Bernanke (2006), a primeira iniciativa foi amplamente recebida pelas instituições financeiras e teria repercutido positivamente na limitação da alavancagem dos *hedge funds* e na capacidade de bancos e de *broker-dealers* monitorarem riscos, apesar do rápido crescimento, diversidade e complexidade deste segmento. Nos EUA, as autoridades regulatórias emitiram várias orientações sobre a administração de riscos e as práticas de gestão baseadas nas orientações do WGFM. Os supervisores bancários passaram a monitorar com maior atenção os bancos que mantinham relações com os *hedge funds* e a SEC intensificou as fiscalizações sobre a gestão de riscos na maioria dos *broker-dealers*.

(Continua)



(Continuação)

No plano privado, a CRMPG divulgou dois relatórios importantes definindo princípios que deveriam ser utilizados pelas instituições financeiras na mensuração, no monitoramento e na administração dos riscos. Internacionalmente, as principais contribuições vieram do Basel Committee on Banking Supervision (Comitê de Basileia sobre Supervisão Bancária) e da International Organization of Securities Commissions (IOSCO), que produziram uma série de estudos sobre boas práticas nas relações com instituições financeiras altamente alavancadas.

Quanto à segunda proposta do WGFM, esta permaneceu ignorada pela maior parte dos reguladores e agentes de mercado. Para os críticos desta alternativa, a regulação direta poderia impor custos adicionais na forma de *moral hazard* e, provavelmente, induziria o mercado a agir com menor disciplina, apoiado estritamente nas restrições externas. Além disso, as obrigações legais possivelmente limitariam a capacidade dos *hedge funds* de fornecerem liquidez ao sistema financeiro, desencadeando efeitos negativos não mensuráveis. Nas palavras de Bernanke (2006),

a regulação direta pode ser justificada quando a disciplina do mercado não é efetiva para restringir a alavancagem e a assunção de riscos excessivos, mas, no caso dos *hedge funds*, a suposição razoável é a de que a disciplina do mercado pode funcionar. Investidores, credores e contraparte possuem incentivos significativos para assumir as rédeas na assunção de risco pelos *hedge funds* (BERNANKE, 2006, p. 2, tradução nossa).<sup>1</sup>

A predominância dessa visão tem tolhido a adoção de marcos regulatórios mais diretos e restritos, sobretudo, no tocante às relações sistêmicas desses fundos nos mercados financeiros. Esta limitação torna-se sensivelmente evidente na observação de Bernanke (2006) ao defender que a intenção do WGFM não foi identificar as eventuais falhas no segmento de *hedge funds* (até porque para esta corrente elas não existem), mas sim assegurar que os efeitos decorrentes das perdas e quebras nesse segmento – algo normal e esperado em uma economia de mercados competitivos – sejam administradas, e as consequências adversas para o sistema financeiro sejam limitadas. Contudo, na opinião de Papadimitriou (2011), uma das principais ineficiências da legislação vigente nos Estados Unidos está em justamente não propor alternativas para a atual estrutura financeira. Em outras palavras, as leis atuais fracassam em identificar e, eventualmente tentar amenizar as falhas existentes em segmentos como o dos *hedge funds*. Segundo o autor, Minsky (1982 e 1986) já defendia que a regulação deveria estar ligada à estrutura do sistema financeiro.

Um aspecto sobre o qual as diferentes visões convergem abrange a importância de elevar o grau de transparência em torno das operações realizadas pelos *hedge funds*. No entanto, enquanto para os defensores de um maior intervencionismo, transparência e regulação são dois fatores que se complementam em um cenário de adequado funcionamento dos mercados (GRIFFITH-JONES, CALICE e SEEKATZ (s.d.)), na visão contrária, a transparência é um elemento-chave, porém não necessariamente deva ser acompanhada de uma regulação específica para esses fundos. Nyberg (2008) defende que informações claras e abertas sobre as estratégias e os riscos assumidos por essas sociedades de investimento são fatores suficientes para uma adequada disciplina dos mercados. Nas palavras de Nyberg,

(Continua)

(Continuação)

é, contudo, extremamente importante que os principais bancos e as outras contrapartes dos *hedge funds* possam gerenciar seu risco. Se eles gerenciarem a exposição de suas contrapartes de uma maneira correta, ou seja, se elas tomarem colateral suficiente e puderem gerenciar qualquer problema de liquidez, não há razão para especificamente regular os *hedge funds* (NYBERG, 2008, p. 4, tradução nossa).<sup>2</sup>

Essa última posição parece ter dominado também as recentes discussões sobre a reforma de *Wall Street* que emergiram após a eclosão da crise financeira internacional de 2007 e de 2008, uma das mais graves desde a quebra da Bolsa de Valores de Nova Iorque em 1929. Kregel (2010) explica que, apesar da pressão e das expectativas generalizadas de que a gravidade da crise levaria a uma reforma substancial na esfera financeira norte-americana, seja por meio de uma aplicação mais eficaz das normativas vigentes, seja por meio de melhorias destas, a nova regulação tem se mostrado mínima.

No tocante aos *hedge funds*, prevaleceu a crença na qual tais fundos desempenharam um papel restrito na gênese da última turbulência sistêmica, embora tenham sofrido perdas substanciais nos valores dos ativos e dos investidores. Consequentemente, a Lei Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Lei Dodd-Frank), que consolida as principais propostas de reforma do sistema financeiro dos Estados Unidos, não criou novas diretrizes significativas para este segmento de fundos. Kregel (2011) aponta basicamente duas disposições neste campo. Primeiro, a prerrogativa para que o Financial Stability Oversight Council (FSOC) possa classificar um grande fundo de investimento como "sistemicamente importante" e, assim, submetê-lo a obrigações adicionais semelhantes às aplicadas a outras instituições financeiras; ou ainda como "participante importante" no mercado de *swaps* ou *swap dealer* e, portanto, torná-lo sujeito às regras mais estritas próprias deste mercado, no tocante a algumas mudanças relacionadas à exigência de registro e à manutenção de informações sobre o desempenho das operações realizadas. Resumidamente, para os fundos cujo patrimônio esteja na faixa entre US\$ 25 milhões e US\$ 100 milhões, passa a ser necessário o registro junto ao estado de residência da sociedade, salvo aquele no qual esta exigência não existe. Caso o fundo opere em mais de 15 estados que exigem o registro, a listagem junto à SEC substitui os registros estaduais. Os fundos com ativos sob gestão superiores a US\$ 100 milhões devem ser registrados junto à SEC, exceto os casos em que o total de ativos seja inferior a US\$ 150 milhões e administrem somente fundos privados.

Por outro lado, o autor observa que as várias isenções a essas regras são notavelmente sensíveis às artimanhas e à riqueza líquida do investidor, em especial nas situações de venda privada de ativos realizada por certas instituições financeiras. Um avanço neste sentido foi a determinação de que o valor da residência do investidor não deve ser incluído no cálculo da sua renda líquida, algo particularmente nocivo no contexto da última *bolha imobiliária*. Ainda sobre o tema, vale ressaltar uma disposição trazida pela Volcker Rule, seção específica da Lei Dodd-Frank, que limita os bancos de serem proprietários de *hedge funds*. Segundo Kregel (2011), a medida objetiva assegurar que aqueles utilizem estes veículos de investimento da mesma forma que outra subsidiária de valores mobiliários. No entanto, o autor alerta que, diante das restrições impostas ao setor bancário, é muito provável que os *hedge funds* continuem a crescer, em tamanho e número. Kregel observa ainda um movimento de encerramento das mesas de operações sediadas nos bancos acompanhado pela alocação dos profissionais em unidades de gestão de ativos particulares dos clientes e/ou da criação de *hedge funds* privados pelos seus melhores operadores (*traders*), frequentemente com o apoio dos próprios bancos.

(Continua)

(Continuação)

As críticas em torno das propostas compiladas na Lei Dodd-Frank recaem sobre a superficialidade das mudanças sugeridas, consideradas como significativamente menos restritivas quando comparadas com a Glass-Steagall Act de 1933, e ainda mais distante de estabelecerem uma solução eficaz para a recorrência de turbulências financeiras. Para Kregel (2010), a dificuldade em estruturar uma resposta para a crise está no fato de que as recomendações sempre buscam reagir a um problema particular existente no sistema e, desse modo, procuram realizar mudanças com o intuito de restaurar o funcionamento normal do setor em dificuldade. Nas palavras do autor,

(...) se o problema estiver nas hipotecas *subprimes*, então, introduza regulações para lidar com os problemas criados pelas hipotecas *subprimes*; se o problema for o de adequação do capital, revise as regulações de adequação de capital; se o problema for o de liquidez insuficiente, introduza exigências de liquidez mais rigorosas. Mas, se o funcionamento *normal* for o problema, então, a sua simples correção nunca produzirá a *rerregulação* do sistema (KREGEL, 2010, p. 3, tradução nossa).<sup>3</sup>

Além das dificuldades dos formuladores de políticas em pensar a instabilidade financeira como uma ocorrência normal do sistema, aos moldes de Minsky (1982 e 1986), outros autores apontam a presença de fortes interesses econômicos por trás das resistências a uma legislação mais direta dos mercados. Aglietta, Khanniche e Rigot (2010) argumentam que em 2009 a União Europeia assumiu a iniciativa de propor uma diretiva importante sobre a assunção de risco em excesso, porém o resultado final foi decepcionante. A proposta, segundo os autores, estava além das recomendações divulgadas anteriormente pelo G20 e reunia sugestões defendidas pelos críticos das regras então vigentes. Seguem alguns dos requisitos específicos ao segmento de *hedge funds*.

- 1) A exigência de registros de todos os fundos junto a um órgão regulador do mercado.
- 2) A obrigatoriedade de divulgar várias informações aos órgãos reguladores, tais como posições altamente alavancadas e posições agregadas.
- 3) A manutenção de um capital mínimo regulamentar.
- 4) A imposição de limites para o grau de alavancagem.
- 5) A publicação de relatórios sobre padrões de governança e gestão de risco.
- 6) A definição de restrições à venda de produtos.
- 7) A exigência da utilização de agente custodiante independente.

Além disso, segundo o documento, somente os fundos administrados por gestores abrangidos por esta diretiva poderiam receber recursos dos investidores e teriam, como contraparte, um tipo de passaporte para atuação livre em todos os países da União Europeia. No entanto, o relatório final divulgado em novembro de 2009 mostrou um retrocesso em relação a esta primeira iniciativa. Para Aglietta, Khanniche e Rigot (2010), o conteúdo das alterações ofereceu uma ideia da resistência das diferentes partes interessadas e mostrou o quanto Bruxelas é o teatro de um *lobby*.<sup>4</sup> Entre os recuos estavam a remoção das condições para obtenção do *passaporte* europeu e das exigências quanto à relação entre fundo e agente custodiante.

(Continua)

(Continuação)

Todas essas colocações ilustram como as dificuldades em torno do tema da regulação dos mercados financeiros ultrapassam as fronteiras políticas e econômicas regionais e esbarram, sobretudo, em concepções ideológicas sobre o funcionamento regular dos mercados no plano internacional. Estas concepções se apresentam como os principais entraves a serem enfrentados nas diversas economias do mundo.

Notas:

<sup>1</sup> "Direct regulation may be justified when market discipline is ineffective at constraining excessive leverage and risk-taking but, in the case of hedge funds, the reasonable presumption is that market discipline can work. Investors, creditors, and counterparties have significant incentives to rein in hedge funds' risk-taking".

<sup>2</sup> "It is however extremely important that the major banks' and the hedge funds' other counterparties can manage their risk. If they manage their counterparty exposures in a correct manner, that is they take sufficient collateral and can manage any liquidity problems, there is no reason to specifically regulate the hedge funds".

<sup>3</sup> "If the problem was subprime mortgages, then introduce regulations to deal with the problems created by subprime mortgages; if the problem was capital adequacy, revise the capital adequacy regulations; if the problem was insufficient liquidity, introduce more stringent liquidity requirements. But, if it is the 'normal' functioning that is the problem, then simple repair will never produce reregulation of the system".

<sup>4</sup> "Combien Bruxelles est le théâtre d'un lobbying".

## A REGULAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO APÓS A CRISE\*

Simone Silva de Deos\*\*

### 1 INTRODUÇÃO

A grave crise financeira que se iniciou em 2007 e ganhou dimensões sistêmicas a partir de 2008, com repercussões nos mercados financeiros e nas taxas de crescimento do produto e emprego, originou-se no centro do sistema econômico. Eis uma dimensão importante que deve ser destacada desde logo: a crise originou-se, como apontam Ocampo *et al.* (2010), no coração da economia mundial, no espaço por excelência da alta finança. Guttman (2008) também salienta este ponto ao afirmar que esta crise é diferente daquelas que ocorreram nos países periféricos, nas décadas de 1980 e 1990. Em primeiro lugar, porque emanou do centro e não da periferia da economia. Em segundo lugar, porque, ao mesmo tempo em que apontou para a instabilidade inerente das economias capitalistas, sobretudo quando contam com sistemas financeiros altamente complexos e interligados, revelou falhas estruturais profundas na regulação bancária. Adicionalmente, a crise evidenciou diversos aspectos da arquitetura financeira internacional até então obscuros, os quais tiveram papel de destaque na enorme pirâmide de riscos construída no sistema e em sua brutal transformação em prejuízos (FARHI, 2011).

O regime de regulação bancária vigente quando da eclosão da crise pode ser denominado, conforme Guttman (2006), de autorregulamentação supervisionada. Tal paradigma de regulação prudencial não é adequado para economias com mercados financeiros altamente desenvolvidos e integrados internacionalmente, nos quais posições crescentemente especulativas vão se tornando predominantes nas fases expansivas do ciclo de crédito. Esta discussão é importante não só para compreender a crise, mas também para a análise das propostas de regulação do sistema financeiro que estão sendo apresentadas e debatidas em âmbito multilateral, bem como por várias autoridades regulatórias nacionais, muitas das quais já começaram a introduzir novas regras.

---

\* Texto elaborado com informações disponíveis até novembro de 2011.

\*\* Professora do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/UNICAMP) e diretora adjunta do Centro de Estudos de Relações Econômicas Internacionais (Ceri) desta universidade.

Efetivamente, a recente crise financeira escancarou a inadequação do padrão de regulação prudencial vigente sobre o sistema bancário e sobre os sistemas financeiros em geral, e tornou inevitável sua ampla rediscussão em vários fóruns, a qual foi sucedida por propostas de reformulação que vão além da regulamentação bancária *stricto sensu*, abrangendo outros agentes e mercados. As modificações em tela podem ser analisadas sob duas perspectivas: as que buscam reduzir a probabilidade de novas crises sistêmicas (reformas na regulação prudencial, objeto deste trabalho) e aquelas que estão focadas num melhor gerenciamento destas. Entretanto, passados os primeiros e mais dramáticos momentos da crise, e tendo-se atingido um estágio no qual atores internacionais importantes encontravam-se menos fragilizados financeira e politicamente, sobretudo em função da expressiva ajuda recebida pelos governos, o ímpeto das autoridades em direção a uma reforma mais profunda na regulação financeira arrefeceu, ainda que se observem diferenças importantes na nova regulação, relativamente ao padrão vigente quando da crise.

Este texto tem como objetivo analisar, a partir da perspectiva teórica de Minsky (1982; 1986), as novas propostas de regulação do sistema financeiro, em especial, do segmento bancário, que vêm sendo debatidas e já começam a ser introduzidas no centro do sistema. Minsky é um autor que privilegia, em sua análise, o papel dos bancos, do crédito e das dívidas em geral, as quais são geradas para financiar a aquisição de ativos. Para ele, a análise das economias capitalistas deve partir da constatação de que a busca pelos ganhos na forma monetária é o motor deste sistema. Na busca incessante e inexorável por lucros crescentes, no âmbito da concorrência intercapitalista, vão sendo gestadas, de forma crescente, posições de endividamento de maior volume e pior perfil – isto é, mais especulativas ou frágeis. Nesse contexto se enquadra sua hipótese da instabilidade financeira.

A base da explicação minskyana repousa numa construção teórica na qual cada agente, numa economia capitalista, é caracterizado por seu portfólio, que é composto de ativos e passivos. Isto ocorre porque parcela expressiva deste portfólio tende a ser financiada e, assim, passivos financeiros são gerados à medida que ativos são adquiridos. Estes passivos, naturalmente, geram compromissos financeiros futuros, que precisam ser cumpridos. A partir daí, o autor constrói uma tipologia para caracterizar os agentes relativamente às posturas que assumem quando adquirem ativos financiados. Estas posições podem ser mais ou menos especulativas, o que é definido relativamente à capacidade de pagamento da dívida em termos dos fluxos de caixa dos agentes, isto é, pela contraposição entre as receitas previstas e os compromissos financeiros assumidos num determinado período de tempo. Para Minsky, a combinação entre diferentes tipos de posturas financeiras – mais ou menos especulativas – no conjunto do sistema determina seu grau de fragilidade e seu potencial de geração de crise.

Um agente assume posição *hedge* quando o retorno<sup>1</sup> esperado de seus ativos é mais que suficiente para fazer frente a todos os compromissos financeiros e em todos os períodos em que tenham de ser atendidos, não havendo descolamento nem de prazo e nem de montante entre ativos e passivos. Quando os compromissos financeiros são maiores que o retorno esperado para alguns períodos, esta unidade tem postura especulativa. No limite, quando é necessário aumentar o endividamento para fazer frente aos compromissos financeiros assumidos, uma vez que o retorno é insuficiente para fazer frente mesmo ao serviço da dívida, em vários períodos, diz-se que a unidade é Ponzi.<sup>2</sup>

Uma hipótese central na construção do autor é que a postura financeira dominante na economia vai se alterando, no sentido de tornar crescente a presença de agentes especulativos e altamente especulativos (Ponzi), à medida que as condições vigentes em determinado período de tempo – a fase ascendente do ciclo – validem, em grande parte, os passivos anteriormente gerados. Para Minsky, a extensão e a intensidade da fase de expansão são determinadas por vários fatores, entre os quais, a própria gestão macroeconômica, bem como o arcabouço regulatório do sistema financeiro. Quanto mais longa a fase expansiva, mais a economia se fragiliza, pois serão mais frequentes as posições financeiras especulativas. Nesse sentido, a fragilização financeira do sistema é o resultado lógico, esperado, do funcionamento da economia e, de forma alguma, corresponde a uma “falha de mercado”. Ao contrário, ela é a expressão plena do funcionamento dos mercados.

Um segundo aspecto a ser salientado diz respeito ao fato de que a percepção dos riscos por parte dos agentes é inexoravelmente pró-cíclica. Estes se tornam mais propensos ao risco à medida que se desenrola a fase de expansão, uma vez que as decisões de gasto e endividamento vêm sendo sancionadas. Isto porque a renda gerada, bem como a valorização dos ativos, permite fazer frente aos compromissos assumidos. O bom comportamento recente, em termos da capacidade de honrar os compromissos assumidos ou de refinanciá-los, induz os agentes a extrapolar o passado mais imediato para o futuro, permitindo que um volume crescente de riscos seja construído no sistema. Neste aspecto, o ponto fundamental a ser destacado é que nenhuma avaliação de risco feita pelo próprio mercado – a qual irá levar em conta, de forma predominante, o comportamento observado no período mais recente, gerando movimentos pró-cíclicos – pode servir como base para a regulação.

---

1. Rigorosamente, o conceito utilizado por Minsky é o de quase renda, ou renda bruta, o qual se aproxima de um conceito de lucro bruto esperado depois do pagamento dos impostos, lucro este necessário para fazer frente aos compromissos de pagamento das dívidas financeiras contratuais e dos dividendos.

2. Deve-se observar que, tanto no caso do agente especulativo quanto no caso Ponzi, o valor presente líquido dos ativos é positivo.

Assim, tendo como referência teórica a hipótese da instabilidade financeira de Minsky, o texto se organiza como se segue. Na primeira seção são analisadas as características principais da regulação bancária vigente quando da crise. Na segunda, é feita uma avaliação do novo formato de regulação, a ser aplicado internacionalmente, que resultou das discussões no âmbito do Financial Stability Board (FSB), formado no Grupo dos 20 (G20). Na sequência, são tratadas as novas propostas de regulação que foram debatidas e estão sendo introduzidas nos países e regiões que se configuraram como epicentro da crise, isto é, Estados Unidos e União Europeia, com destaque, nesta, para o Reino Unido. As considerações finais são feitas na conclusão.

## 2 BASILEIA EM CRISE

Basileia pode ser considerada como um primeiro esforço para harmonização das regras de regulação e supervisão bancária em âmbito internacional. Tal movimento respondeu, em grande medida, a um contexto no qual os mercados financeiros estavam progressivamente se integrando em nível internacional, o que requeria um padrão de regulação homogeneizado. Era preciso nivelar o campo de jogo e evitar que a concorrência entre as instituições sofresse interferência dos distintos marcos regulatórios vigentes nos diferentes mercados, evitando a arbitragem.

O primeiro Acordo de Basileia<sup>3</sup> tinha como peça central a imposição de um requerimento de capital mínimo de 8% sobre os ativos ponderados pelo risco de crédito. As classes de risco dos ativos foram estabelecidas no próprio acordo.<sup>4</sup> A imposição de requerimentos de capital implica que a instituição deve adquirir (financiar) seus ativos não só com recursos de terceiros, mas também com recursos próprios. A medida teria como objetivo induzir os acionistas a uma maior preocupação com a qualidade de seu balanço, pois ativos de pior qualidade exigiriam mais capital e, no limite, as perdas incidiriam sobre este. Além disso, em caso de crises, o “colchão” de capital próprio ajudaria a absorver seus impactos.

Conforme Kregel (2006), índices formais de capitalização, relativamente aos ativos ponderados pelos riscos, foram introduzidos nos Estados Unidos nos anos 1980, antes mesmo do primeiro Acordo de Basileia ter sido anunciado.<sup>5</sup> Entendia-se, num contexto de desregulamentação crescente, inclusive sobre as

3. Os acordos de Basileia foram gestados no âmbito do Comitê de Basileia, vinculado ao Bank for International Settlements (BIS). O primeiro acordo, conhecido como Basileia I, foi publicado em 1988, mas teve sua efetiva aplicação a partir de 1992.

4. Por exemplo, todos os empréstimos corporativos, independentemente da qualidade da empresa, eram ponderados como tendo risco de 100% e, portanto, exigiam capital de 8% – era a política “*one size fits all*”, ou seja, era uma política que ponderava igualmente ativos de qualidade muito distintas. Ativos definidos com ponderação de risco superior a 100% exigiriam mais que 8%, ao passo que os com ponderação de risco inferior a 100% exigiriam volume de capital menor que 8%.

5. Para breve retrospectiva da história da introdução de índices de capital no sistema bancário americano, ver Kregel (2006). O autor aponta também que, originalmente, a introdução de índices de capital nos Estados Unidos foi utilizada como instrumento de política monetária.



taxas de juros ativas e passivas, que tal imposição daria ao mercado um maior papel na determinação dos custos de capital e, portanto, na própria determinação dos preços dos empréstimos. A ideia subjacente era que o mercado reconheceria a qualidade das carteiras dos bancos e responderia às variações na qualidade e no volume das carteiras com alterações nos preços das ações e títulos de dívida – vale dizer, no custo de captação das instituições. Entretanto, dado que as estimativas internas dos bancos quanto ao risco dos ativos – portanto, quanto ao volume de capital requerido – divergiam das estimativas oficiais, os bancos passaram a fazer o que se chamou de arbitragem de capital. Por um lado, securitizavam (isto é, transformavam em títulos e vendiam) os empréstimos que avaliavam, internamente, como sendo relativamente mais seguros, mas que os reguladores julgavam ter maior risco, sendo por isso mais onerosos em termos de capital requerido. Por outro lado, mantinham empréstimos que avaliavam como mais arriscados, os quais eram, contudo, menos custosos em termos de capital exigido. Ao fazê-lo, incorporavam maior risco nos balanços, mas faziam o gerenciamento de tais posições utilizando-se de inovações como os derivativos financeiros e a securitização, que lhes permitia transferir o risco para outros agentes. Nesse sentido, Basileia I teria induzido uma deterioração na alocação de capital dos bancos, bem como emitido sinais equivocados sobre a solidez do sistema (GUTTMANN, 2006).

Após uma série de modificações sofridas pelo Acordo de Basileia I,<sup>6</sup> em 2004, foi publicado o Novo Acordo de Capital (Basileia II).<sup>7</sup> Relativamente ao risco de crédito, sua abordagem é distinta de Basileia I, no qual havia pouca discriminação entre os ativos relativamente aos riscos. A nova regulamentação manteve a ideia básica de que o cumprimento do requerimento de capital pelas instituições, individualmente, seria suficiente para garantir a higidez e a liquidez do sistema,<sup>8</sup> mas inovou de forma muito importante no que diz respeito à mensuração dos riscos. O novo acordo entendia que os riscos dos ativos, ponto crucial nesta arquitetura, seriam avaliados pelo mercado, isto é, ou pelos próprios bancos, com seus modelos internos de risco, ou pelas agências de classificação de risco.<sup>9</sup>

6. Como a introdução do risco de mercado, que se deu em 1996.

7. O processo de consultas em torno da definição do novo acordo começou em 2001, tendo sido concluído em 2004.

8. Um ponto a ser observado é que esse paradigma de regulação negligenciou o risco de liquidez. Predominava a visão de que o risco era inerente ao ativo e não tinha qualquer relação com a forma pela qual ele era financiado (The Economist, 2010).

9. The Economist (2011, p. 47) utiliza-se de uma metáfora interessante para apresentar a racionalidade central de Basileia II, marcadamente pró-cíclico: "Imagine uma habilitação para dirigir que refletisse o seu histórico no trânsito. Quanto mais tempo você passasse sem uma batida, mais rápido você poderia andar, até que a probabilidade de você bater alcançasse a média, quando você teria de manter a mesma velocidade. (...) A ideia parece absurda, mas ela esteve por trás das reflexões sobre estabilidade financeira durante as últimas três décadas – e ainda está se mostrando notavelmente persistente".

Relatório de The Economist (2010) aponta com clareza para os efeitos de uma avaliação “de mercado” dos riscos, na medida em que os modelos de risco consideram, de forma especial, os acontecimentos mais recentes. Assim:

Sem ver uma crise de mercado de débito desde 1998, os investidores partiram para produtos ainda mais arriscados em 2003-2007 para manter os retornos em um tempo de juros baixos. Modelos de gerenciamento de risco reforçam essa miopia ao se basearem fortemente em amostras de dados recentes com uma distribuição estreita de resultados, especialmente no caso das hipotecas *subprime* (THE ECONOMIST, 2010, p. 43).

Como aponta The Economist (2010), esse novo paradigma regulatório apoiava-se fundamentalmente em três desenvolvimentos inter-relacionados: *i*) o grande crescimento dos derivativos, que permitiria, em princípio, um melhor gerenciamento de riscos; *ii*) a decomposição e a distribuição do risco de crédito por meio da securitização; e *iii*) a combinação de matemática e capacidade computacional no gerenciamento de riscos, ou seja, no desenvolvimento de modelos de risco.<sup>10</sup> Entretanto, a ideia de que os mercados podem se autorregular transformou-se no equívoco mais caro do mundo.<sup>11</sup>

Com efeito, deve-se ter presente que a introdução desse padrão de regulação deu-se em um contexto de progressiva confiança na eficiência dos mercados. Neste quadro, os bancos centrais, sobretudo a partir dos anos 1980, foram progressivamente abrindo mão de fazer interferências diretas sobre os sistemas bancários – tais como a proibição de determinados tipos de operações, ativas e passivas, e a definição de preços (taxas de juros) para as operações. Efetivamente, o modelo de regulação presente nos Acordos de Basileia I e II evidencia profunda diferença relativamente ao padrão da regulação vigente até então, visto que Basileia atua mais por meio de incentivos que de comandos. Assim, em vez de ser proibida, uma maior exposição a riscos é onerada por maior necessidade de capital (ANBIMA, 2010).

Pode-se concluir que as regras presentes nos acordos de Basileia I e II incidem sobre as instituições (portanto, seu foco é micro e não sistêmico), tendo como preocupação sua solvência e não sua liquidez. Supõe-se que o risco de perda de capital próprio, bem como a necessidade de eventualmente enfrentar

10. Um problema associado foi a semelhança dos modelos de risco utilizados pelo mercado, pois os bancos achavam que estavam diversificando-os, mas na verdade as posições eram muitos comparáveis (The Economist, 2010, p. 45).

11. No referido relatório, The Economist (2010) aponta que tal “equivoco” teria exigido US\$ 15 trilhões em injeções de capital e outras formas de intervenção no mercado. Contudo, conforme Farhi (2011), não é possível mensurar efetivamente o volume de perdas envolvidas. Isto porque no estágio atual dos sistemas financeiros, as inovações financeiras, como os derivativos de crédito e os produtos estruturados lastreados em operações de créditos, replicaram e multiplicaram os riscos, enquanto a interconexão entre os mercados financeiros, em âmbito mundial, os espalhou geograficamente. Ademais, os custos reais excederam as intervenções governamentais, que se deram sob várias formas e em diversas instituições. Tais custos são expressos também pela retração do produto interno bruto (PIB), pelo aumento do desemprego, pelos desequilíbrios fiscais de alta monta etc.

maiores custos no mercado para capitalizar o banco em face de uma expansão no volume de ativos, ou de uma piora na sua qualidade, levaria cada instituição a preocupar-se efetivamente com o perfil da sua carteira, tornando-a mais sólida. Isto, em decorrência, deveria levar a um sistema mais hígido, o que também implicaria erradicar as crises de liquidez, dada a percepção de que, em função da profundidade, abrangência e suposta sofisticação dos mercados, problemas de liquidez localizados poderiam ser enfrentados no próprio âmbito do mercado. Com isso, a regulação negligenciou o risco sistêmico, isto é, o risco de que problemas de liquidez e solvência localizados em instituições individuais pudessem, via contágio, generalizar-se.

Basileia II não havia sido ainda plenamente adotada pelas autoridades regulatórias nacionais quando irrompeu a crise. Contudo, pode-se afirmar que suas proposições centrais já estavam incorporadas no mercado, uma vez que os modelos internos de mensuração de risco eram amplamente utilizados pelos bancos, bem como as avaliações das agências de classificação de crédito, sobretudo, neste último caso, para a definição do risco de papéis, nas operações de securitização. Como já indicado, esta nova proposta regulatória aderiu ao padrão de mercado de avaliação e precificação dos riscos e, dessa forma, foi a regulação que seguiu o mercado, e não o contrário. Enfim, como apontam Kodres e Naraian (2010), ainda que vários tenham sido os determinantes da crise, esta sem dúvida expôs que a regulação sobre os bancos e sobre o sistema financeiro em geral, bem como a supervisão<sup>12</sup> então vigentes, eram inadequadas para a magnitude dos riscos existentes no mercado.

### 3 AS NOVAS PROPOSTAS DE REGULAÇÃO

#### 3.1 Grupo dos 20 – Financial Stability Board (FSB)

Imediatamente após a crise ter-se aprofundado e alastrado – o que ocorreu na esteira da falência do banco de investimentos Lehman Brothers, nos Estados Unidos, em 15 de setembro de 2008 –, em um clima de muita tensão na economia mundial, houve intensa pressão política com vistas a ampliar e reforçar o sistema de coordenação internacional, dada a necessidade de enfrentar a crise com ações articuladas entre os países, bem como de evitar que outros episódios de tamanha gravidade ocorressem, o que implicava introduzir reformas profundas na arquitetura, na regulamentação e na supervisão do sistema. Cabe enfatizar o papel desempenhado pelos países da periferia – com destaque para as economias de maior porte, como China, Índia e Brasil –, que passaram a defender que o G20

---

12. Outra dimensão desse debate diz respeito à supervisão exercida por parte das autoridades a partir da base regulatória, que, para Kodres e Naraian (2010, p. 4), era bastante permissiva e baseada na crença de que o setor privado sabia mais que o regulador.

assumisse novo *status* na cena política internacional. De fato, este grupo teve papel importante quando, ainda em 2008, deixou de ser coadjuvante para assumir posição central nas negociações multilaterais para o enfrentamento da crise.

A criação do G20<sup>13</sup> se deu na esteira da crise da Ásia, no final dos anos 1990, em resposta às pressões pela constituição de uma estrutura de governança mundial na qual os países periféricos pudessem estar representados (GRIFFITH-JONES, HELLEINER e WOODS, 2010; HELLEINER, 2010). Contudo, desde sua criação, em 1999, até a mais recente crise, o G20 operava como um fórum de ministros da Fazenda, tendo pouca expressão política.<sup>14</sup> Como aponta Helleiner (2010), a criação do G20 no final dos anos 1990 respondeu à percepção de que, em última instância, a responsabilidade pela crise era dos países periféricos, e que ela ocorrera, em grande medida, graças à fragilidade da regulação e supervisão financeira de que dispunham.

Assim, ainda que o processo de harmonização das regras de regulação bancária em âmbito internacional, como já indicado, remonte ao primeiro Acordo de Basileia, no final dos anos 1980, este processo realmente se acelerou e ganhou maior densidade política após a crise asiática, quando o G7<sup>15</sup> liderou esforços no sentido de homogeneizar os padrões de regulação dos sistemas financeiros. Nesse contexto e com este propósito, foi criado o Financial Stability Forum (FSF), em 1999, que pretendia reunir, pela primeira vez, representantes de instituições centrais na definição de regras internacionais, entre as quais o Comitê de Basileia; instituições multilaterais com grande poder na arena internacional, como o Fundo Monetário Internacional (FMI), o Banco Mundial e o Bank for International Settlements (BIS); e ministros da Fazenda e autoridades de regulação e supervisão dos países membros do G7.

Contudo, como aponta Helleiner (2010), a baixa representatividade dos países periféricos no FSF era uma fragilidade política importante para os propósitos de fazer com que as economias menos desenvolvidas adotassem o que se propagava serem os “mais modernos e corretos padrões regulatórios”. Apenas quando o G20 ganhou nova estatura política, em 2008, esta questão foi em alguma medida enfrentada, e foi nesta conjuntura, isto é, no auge da crise financeira internacional,

---

13. Compõem o G20 dezoito países – África do Sul, Alemanha, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, Estados Unidos, França, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia e Turquia –, sendo a União Europeia o vigésimo integrante.

14. Contudo, as mudanças mais importantes no período 1997-2007 ocorreram no sentido de uma maior proteção construída pelos países periféricos às vicissitudes dos mercados financeiros internacionais, sobretudo – mas não apenas – buscando reduzir sua vulnerabilidade externa com o notável acúmulo de reservas internacionais. Entretanto, nem de longe se chegou ao ponto de enfrentar o problema da arquitetura financeira internacional (Griffith-Jones, Helleiner e Woods, 2010, p. 42).

15. Grupo das economias mais desenvolvidas, composto por Alemanha, Canadá, Estados Unidos, França, Itália, Japão e Reino Unido.

que se deu a criação do FSB,<sup>16</sup> na segunda cúpula de líderes do G20 realizada em Londres, em abril de 2009. De acordo com os documentos oficiais, haveria amplo consenso entre os países membros sobre a necessidade de uma profunda reforma na regulação, e o objetivo do FSB seria coordenar, em nível internacional, o trabalho das autoridades regulatórias nacionais a partir da definição de um marco geral, bem como dos organismos multilaterais, que definem normas e padrões. Conforme apontou Mario Draghi, presidente do FSB:<sup>17</sup>

Como refletido no pronunciamento dos líderes do G20, um amplo consenso emergiu na direção de colocar o Financial Stability Forum (FSF) em bases institucionais mais fortes – para reforçar sua eficácia como um mecanismo que permita às autoridades nacionais, aos organismos definidores de padrões e normas e às instituições financeiras internacionais enfrentarem vulnerabilidades e desenvolverem e implementarem políticas de regulação, supervisão e outras que sejam mais fortes, tendo em vista a estabilidade financeira.

A fim de marcar a mudança e expressar a ideia de que o FSF irá desempenhar um papel mais proeminente nessa direção no futuro, o FSF foi relançado como Financial Stability Board (FSB), com um número maior de membros e um mandato mais amplo para promover a estabilidade financeira (DRAGHI, 2009, p. 1, tradução nossa).

Entretanto, conforme Farhi (2011), esse consenso resultou de uma árdua negociação entre, de um lado, a União Europeia e diversas economias emergentes e, de outro, os Estados Unidos. Em uma de suas primeiras cúpulas, o G20 determinou ao FSB e ao Comitê da Basileia que procedessem a uma reformulação da regulação prudencial vigente. Assim, uma nova proposta para o sistema bancário – Basileia III – foi apresentada na cúpula do G20 em Seul, Coreia do Sul, em novembro de 2010,<sup>18</sup> partindo de um diagnóstico acerca dos determinantes da crise. No documento, o comitê apresentou sua avaliação acerca dos motivos pelos quais a crise foi tão severa, apontando desde logo para o foco da nova regulação:

---

16. Fazem parte do FSB: África do Sul, Alemanha, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, França, Holanda, Hong Kong, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia, Singapura, Suíça, Turquia, Estados Unidos. Também são membros do FSB: BIS, Banco Central Europeu (BCE), Comissão Europeia (CE), FMI, Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), Banco Mundial, Comitê de Basileia, International Accounting Standards Board, International Association of Insurance Supervisors, International Organization of Securities Commissions, Committee on the Global Financial System e Committee on Payment and Settlement Systems. O FSB fica sediado no Comitê de Basileia.

17. De 2006 a outubro de 2011, Mario Draghi acumulou as funções de presidente do FSB e presidente do Banco Central da Itália. Em novembro de 2011, tornou-se presidente do Banco Central Europeu.

18. Uma proposta inicial foi apresentada, para revisão e consulta pública, em dezembro de 2009. Em setembro de 2010, o grupo formado por presidentes dos bancos centrais e das autoridades de supervisão anunciou a forma final da proposta, que só se tornou um documento oficial do Comitê de Basileia após ser submetida à cúpula do G20, em novembro do mesmo ano.

Uma das principais razões para a crise econômica e financeira, que começou em 2007, ter se tornado tão severa foi que os sistemas bancários de muitos países construíram excessiva alavancagem dentro e fora dos seus balanços. Esta foi acompanhada de uma gradual erosão do nível e da qualidade da base de capital. Ao mesmo tempo, muitos bancos tinham colchões de liquidez insuficientes.

O sistema bancário, portanto, não era capaz de absorver as perdas de crédito e de ativos negociáveis, nem de lidar com a reintermediação do grande volume de exposição fora de balanço que havia sido construída no sistema bancário paralelo. A crise foi ainda amplificada por um processo de desalavancagem pró-cíclico e pela interconexão de instituições sistemicamente importantes por meio de um conjunto de transações complexas. Durante o período mais severo da crise, o mercado perdeu a confiança na solvência e liquidez de muitas instituições bancárias. A fragilidade no setor bancário foi rapidamente transmitida para o resto do sistema financeiro e da economia real, resultando numa contração massiva da liquidez e da disponibilidade de crédito (BCBS, 2010, p. 1, tradução nossa).

O objetivo de Basileia III seria reforçar a regulação individual com vistas a obter, de cada instituição, maior capacidade de resistência em períodos de crise – a qual é percebida, e isto é importante de ser salientado, como um choque inesperado, e não como o resultado endógeno da construção de ambientes de elevada fragilidade financeira. Nas palavras do presidente do Comitê de Basileia: “O elemento central da resposta do comitê é Basileia III. Nosso objetivo é reforçar a resiliência dos bancos e do setor bancário aos choques inesperados e, portanto, promover a estabilidade financeira” (WELLINK, 2011, p. 1, tradução nossa).

Também é seu objetivo incorporar uma perspectiva macroprudencial para lidar com a pró-ciclicidade e com o risco sistêmico, o qual é entendido, deve-se ressaltar, como uma falha de mercado, e não como o resultado da elevação da preferência pela liquidez dos agentes em um contexto de alta incerteza num sistema caracterizado por reservas fracionárias, elevada alavancagem e interconexão entre os agentes. Nesse sentido, nos limites teóricos em que operam os reguladores oficiais, a crise seria explicada a partir de um choque exógeno – neste caso, a ruptura do mercado de hipotecas *subprime* dos Estados Unidos –, o qual se propagou e intensificou devido à existência de falhas de mercado, outro conceito central na lógica em questão. Conforme o texto oficial do documento:

Para fazer frente às falhas de mercado reveladas pela crise o comitê está introduzindo diversas reformas fundamentais no arcabouço regulatório internacional. As reformas reforçam a regulação no âmbito dos bancos, ou âmbito microprudencial, as quais ajudarão a elevar a resiliência das instituições bancárias individuais em períodos de estresse. As reformas também têm um foco macroprudencial, procurando enfrentar riscos mais amplos que podem ser gerados no setor bancário, bem como a amplificação pró-cíclica destes riscos ao longo do tempo. Claramente estas abordagens micro e macroprudenciais para a supervisão são inter-relacionadas, à medida que uma maior resiliência em nível individual reduz o risco de choques que atinjam todo o sistema (BCBS, 2010, p. 2, tradução nossa).

Para dar conta dessa tarefa, Basileia III buscou elevar o volume de capital retido, assim como a qualidade do capital. A exigência mínima de capital regulatório foi definida principalmente em termos do primeiro nível de capital (capital nível 1, ou *tier 1*). Mais especificamente, o índice de capital nível 1 foi elevado para 6% (era de 4% em Basileia II), e o *common equity tier 1* (*core tier 1*, ou capital principal) passou de 2% para 4,5%.<sup>19</sup> Foi definido ainda um novo requerimento de capital – capital de conservação – de 2,5% relativamente ao volume de ativos ajustados pelo risco, a ser mantido exclusivamente sob a forma de *common equity* em períodos de normalidade. Seu objetivo seria aumentar a capacidade de absorção de perda das instituições bancárias, o que pode ser necessário em cenários de estresse. Isto faz com que o *common equity* a ser mantido seja de 7%.<sup>20</sup>

Diferentemente de Basileia II, a nova proposta prevê medidas para reduzir o comportamento pró-cíclico do sistema, definindo um amortecedor anticíclico de capital, ou capital contracíclico, a ser exigido em caso de crescimento expressivo de crédito associado a aumento de risco sistêmico – que pode variar de 0% a 2,5% do volume de ativos ajustado pelo risco.<sup>21</sup> Uma modificação importante de Basileia III é a introdução de um índice de alavancagem de 3% de capital nível 1, o qual não é medido em relação aos ativos ponderados pelos riscos, mas relativamente ao total da exposição. Este índice de alavancagem tem por objetivo atuar como uma garantia de última instância. Seu propósito é funcionar como proteção adicional, pois define uma alavancagem máxima que não é afetada pela leitura de mercado dos riscos. Vale salientar que a definição de índices de capital relativamente aos riscos é o cerne de Basileia III, que, neste sentido, é uma releitura de Basileia II – autorregulamentação supervisionada.

Assim sendo, o requerimento mínimo de capital total exigido (nível 1 e nível 2)<sup>22</sup> permanece sendo de 8%. Entretanto, a adição do capital de conservação (2,5% de *common equity*), a ser mantido apenas em períodos de normalidade, aumenta o volume total de capital que um banco deve reter para 10,5% do volume de ativos ponderados pelo risco, dos quais 8,5% devem ser de capital nível 1. Segundo *The Economist* (2011), as novas regras irão mais que triplicar o montante de capital principal que a maioria dos grandes bancos terá de manter, relativamente ao período anterior à crise.

19. O capital principal (*common equity*) é composto de ações ordinárias, ações preferenciais não resgatáveis e lucros retidos. Além disso, compõem o capital nível 1 instrumentos híbridos de capital e dívida autorizados. Conceitualmente, o capital nível 1 é aquele capaz de absorver perdas durante o funcionamento da instituição.

20. O *common equity* passou a ser 82,3% do capital nível 1. O capital nível 3, presente em Basileia II, desapareceu na nova regulamentação. O capital nível 3 foi também uma inovação que surgiu durante o *boom*, no contexto da criação de novos instrumentos financeiros, como alguns tipos de empréstimos, os quais eram relativamente ao capital mais baratos para os bancos, mas que os reguladores aceitavam como sendo capital (*The Economist*, 2011).

21. Deverá ser capital nível 1, isto é, composto de ações ou outra forma de capital que seja capaz de absorver plenamente as perdas, o que será definido de acordo com circunstâncias nacionais.

22. Conceitualmente, o capital nível 2 deve ser capaz de absorver perdas no caso de ser constatada a inviabilidade do funcionamento da instituição. Composto de alguns instrumentos híbridos de capital e dívida.

A nova regulamentação também busca enfrentar, com “mais e melhor” capital, riscos derivados da carteira de ativos mantidos para negociação (*trading book*) e da exposição gerada por operações de securitização complexas. Há também reforço nos requerimentos de capital para riscos de contraparte, que são aqueles gerados, sobretudo, por operações com derivativos. Nesse sentido, Basileia III busca desestimular os derivativos de balcão (OTCs – *over the counter*), não padronizados, tornando tais operações mais custosas, com maior requerimento de capital e garantias, incentivando, por sua vez, operações negociadas em câmaras de compensação. Nestes casos, a existência de uma câmara de compensações assume o risco e reduz a incerteza quanto ao cumprimento das obrigações do contrato.

Ademais, o acordo dirige atenção para as operações de securitização e, em especial, para a avaliação de risco feita pelas agências de classificação. Nesse sentido, o comitê traz medidas para moderar a confiança nas avaliações externas, que eram centrais na estrutura de Basileia II. Tais medidas incluem, por exemplo, demandas para que os bancos desenvolvam, internamente, avaliações para exposições em títulos que foram objeto de análise por parte das agências de classificação. De acordo com o documento oficial, o comitê estaria procedendo a uma revisão mais fundamental de todo o modelo de securitização, que se baseia na avaliação de risco externa, isto é, na avaliação feita pelas agências (BCBS, 2010).

Basileia III também introduz requerimentos de liquidez, elemento inexistente no acordo anterior. Assim, foi criado o índice de liquidez de curto prazo, o qual procura assegurar que o banco disponha de recursos líquidos de alta qualidade para fazer frente a um período de 30 dias de estresse. Foi incorporada também a exigência de se manter um índice de liquidez de longo prazo, buscando promover resiliência de longo prazo por meio da criação de incentivos para que os bancos financiem suas atividades com fontes mais estáveis.

Como se sabe, uma longa e espinhosa discussão foi travada na arena política internacional em torno das consequências possíveis do novo arcabouço regulatório. Os governos, pressionados politicamente, tinham de responder às demandas do poderoso sistema financeiro, preocupado com que as novas regras pudessem reduzir sensivelmente sua rentabilidade.<sup>23</sup> Por sua vez, as autoridades precisavam

---

23. A agência Standard & Poor's analisou 75 grandes bancos em âmbito mundial e concluiu que, em conjunto, precisarão de US\$ 763 bilhões em capital (*core tier 1*) para adequar-se às novas regras. A consultoria McKinsey, por sua vez, estima que os bancos europeus, incluindo bancos de menor porte, precisarão de €1,1 trilhão em capital até 2019, enquanto os bancos dos Estados Unidos precisarão de US\$ 870 bilhões (The Economist, 2011).



dar respostas aos segmentos sociais mais amplos que demandavam um sistema com maior nível de segurança, mas que almejavam, ao mesmo tempo, que as novas regras não impedissem, ou mesmo retardassem, a necessária recuperação da economia “real”.<sup>24</sup> Nessa perspectiva, o documento apontou que:

O comitê procedeu a uma avaliação ampla dos efeitos potenciais de Basileia III, tanto no setor bancário quanto na economia como um todo. Este trabalho concluiu que a transição para padrões mais robustos de capital e liquidez deve ter impactos modestos sobre o crescimento econômico. Além disso, os efeitos econômicos benéficos a longo prazo superam os custos associados aos padrões mais exigentes (BCBS, 2010, p. 3 – tradução nossa).

No mesmo sentido, os prazos de implementação sugeridos não apontam, propriamente, para uma urgência na introdução das novas regras, em tese, atendendo à preocupação de que estas não interfiram na frágil recuperação da economia global, bem como à necessidade de avaliar, cuidadosamente, os impactos que irão causar. Assim, a maior parte dos novos requerimentos de capital começará a ser introduzida a partir de 2013, num processo que pode se estender, em alguns requisitos, até 2019. Entre as novas exigências, o índice de alavancagem começará a ser acompanhado em 2013, e deve passar a ser exigido em 2018. As medidas com relação ao risco de liquidez terão início em 2015, no caso do índice de liquidez de curto prazo, e em 2018 para o índice de liquidez de longo prazo. Assim, a nova regulamentação estaria totalmente em vigor em oito anos.

Os novos requerimentos de capital e liquidez para os bancos (Basileia III) são peças relevantes na nova estrutura para a regulação e supervisão proposta pelo FSB, mas esta não se esgota aí, pois outros pontos importantes estão em questão. Conforme Draghi (2010), a cúpula do G20 na Coreia do Sul, em 2010, ficou marcada pela definição de dois elementos centrais das reformas financeiras. O primeiro materializou-se em Basileia III, e o outro aspecto diz respeito à formulação de uma moldura regulatória mais ampla para tratar do risco associado às chamadas instituições financeiras sistemicamente importantes (SIFIs, na sigla em inglês),<sup>25</sup> as quais são, algumas vezes, sistemicamente importantes não apenas em termos nacionais, mas também em termos mundiais.

---

24. Para o Federal Reserve (Fed – banco central dos Estados Unidos), cada ponto percentual extra de capital que os bancos precisam manter desacelera o crescimento em 0,09% ao ano. Para o Comitê de Basileia, contudo, o dano seria de um terço do previsto pelo Fed, tendendo a desaparecer ao longo dos anos. O Institute of International Finance, entidade que reúne e representa os grandes bancos, avalia que o impacto pode ser dez vezes maior que aquele previsto pelo Fed (The Economist, 2011).

25. Por outras vezes também chamados de grandes demais para falir.

Nesse sentido, em novembro de 2010, na Cúpula de Seul, os líderes do G20 endossaram as propostas formuladas pelo FSB<sup>26</sup> quanto ao tratamento a ser dado a esse tema. A ideia é que as SIFIs e, particularmente, as SIFIs globais devem ter maiores limitações de alavancagem e maior capacidade de absorção de perdas – relativamente aos padrões mínimos impostos por Basileia III – como contrapartida dos maiores riscos que elas impõem ao sistema. Na reunião de ministros do G20 realizada em Paris, em outubro de 2011, o Comitê de Basileia apresentou proposta<sup>27</sup> de que tais instituições retenham entre 1% e 2,5% de capital adicional (*common equity*), a depender de sua importância sistêmica (BCBS, 2011).<sup>28</sup> O comitê também defendeu, neste documento, a proposta de que os bancos gigantes (isto é, as maiores SIFIs, já sujeitas a 2,5% de requerimento adicional de capital), caso permaneçam em trajetória de crescimento, fiquem sujeitos, no futuro, a uma exigência de capital ainda maior – 3,5%. A proposta do FSB para as SIFIs também contempla um conjunto de regras e políticas que permitam às autoridades maior capacidade de lidar com a falência destas instituições, o que implica, de um lado, criar condições para que o sistema financeiro e a economia como um todo continuem a funcionar de forma organizada quando isso ocorrer e, de outro, minimizar o volume de recursos públicos envolvidos em tais operações.

Quanto ao tratamento a ser dado ao *sistema bancário paralelo*, Mario Draghi afirma:

O FSB está desenvolvendo, em conjunto com os organismos que definem normas e padrões internacionais, recomendações para reforçar a regulação e a supervisão do sistema bancário paralelo. O FSB estabeleceu uma força de trabalho para desenvolver recomendações iniciais para uma discussão que busque esclarecer o significado de *sistema bancário paralelo*, definir as abordagens potenciais para monitorá-lo, e explorar possíveis medidas regulatórias para tratar o risco sistêmico e as preocupações com arbitragem regulatórias colocadas pelo sistema bancário paralelo (DRAGHI, 2011, p. 2, tradução nossa).

Sobre a regulamentação dos mercados de derivativos de balcão (OTCs) e de derivativos de *commodities*, o FSB fez, no ano de 2010, um conjunto de recomendações visando aumento de transparência, maior padronização, *clearing* centralizado, utilização de plataformas eletrônicas ou bolsas de valores para as negociações e maior disponibilidade e transparência de informações. Contudo, documento do FSB (2011) demonstra preocupação quanto ao cumprimento das recomendações. Se, por um lado, há modificações importantes em curso nos

26. O documento do FSB chama-se *Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions* (FSB, 2010a), o qual apresenta também um calendário para o conjunto de ações relacionadas às medidas – realização de estudos de impactos, avaliações e recomendações – que se estende pelos anos de 2011 e 2012.

27. A proposta foi aprovada na cúpula do G20 de Cannes, em novembro de 2011.

28. O documento detalha a metodologia para a definição das instituições sistemicamente importantes. Em princípio, 28 instituições financeiras seriam assim enquadradas.

maiores mercados de OTCs, por outro lado, o FSB demonstra preocupação com o fato de que muitas economias estão atrasadas no que havia sido acordado para ser implementado até o final de 2012.

No que tange às medidas macroprudenciais, na cúpula do G20 de novembro de 2010, os líderes solicitaram ao FSB, FMI e BIS um relatório conjunto sobre os progressos feitos na identificação das melhores práticas. O relatório, entregue ao G20 em fevereiro de 2011 (FSB, FMI e BIS, 2011), define os elementos centrais das medidas macroprudenciais e faz um sumário daquelas já em curso em âmbitos nacional e internacional. De acordo com o documento, alguns passos importantes já teriam sido tomados, mas questões cruciais remanesciam, entre as quais, as relacionadas ao desenho e à coleta das informações que permitirão a identificação do risco sistêmico; à definição de técnicas para identificar e mensurar este risco, as quais devem ajudar também na formulação de políticas; e à elaboração de um conjunto de ferramentas e instrumentos macroprudenciais, os quais também incluiriam um desenho da governança necessária para tal.

Ainda no que diz respeito aos esforços que vêm sendo empreendidos no âmbito do G20, deve-se mencionar as medidas que visam reduzir a utilização das avaliações externas, isto é, aquelas definidas pelas agências de classificação. Esta tarefa também se encontra em andamento, tendo sido seus princípios apresentados em outubro de 2010.<sup>29</sup>

### 3.2 Estados Unidos

Nos Estados Unidos, o movimento no sentido de alterar a regulação e a supervisão começou antes da falência do banco de investimentos Lehman Brothers em setembro de 2008, o que pode ser explicado pelos sinais de fragilidade que já vinham sendo emitidos pelo sistema financeiro deste país desde 2007. Assim, em março de 2008, uma proposta de reforma foi encaminhada ao Congresso pelo secretário do Tesouro – o Plano Paulson. Um dos pilares da proposta era a centralização da estrutura de supervisão e regulação, a qual se caracterizava por uma miríade de instituições dividindo e superpondo tarefas.

A Lei Glass-Steagall, dos anos 1930, que consolidou um sistema financeiro segmentado funcional e espacialmente, gerou uma estrutura de regulação e supervisão também compartimentada. Contudo, com a progressiva desregulamentação ocorrida desde os anos 1980 e a constituição de um sistema no qual as instituições bancárias passaram a operar em vários mercados, processo que culminou em 1999, com o Gramm-Leach-Bliley Modernization of Financial Services Act, esta estrutura tornou-se obsoleta e inadequada. A proposta apresentada em 2008 atendia, assim, a

---

29. Ver FSB (2010b).

duas ideias centrais: a percepção de que havia um excesso de interferência das múltiplas entidades regulatórias e supervisorias sobre o funcionamento dos mercados, afetando sua eficiência;<sup>30</sup> e o entendimento de que a regulação mais onerosa e complexa existente nos Estados Unidos, relativamente a outros países, afetava negativamente o desempenho das instituições norte-americanas (ANBIMA, 2011; FARHI, 2011).

No início de 2009, com a posse do presidente Barack Obama, e tendo a crise já evidenciado sua extrema gravidade, o Plano Paulson foi abandonado. Naquele momento, era necessário dar uma resposta mais vigorosa, o que implicava propor uma reformulação de maior fôlego. O novo processo teve início com a formulação de outra proposta no âmbito do Executivo<sup>31</sup> e prosseguiu com sua submissão ao Legislativo, onde foi debatida e reformulada até atingir seu formato final, em julho de 2010, quando foi aprovada como Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (USA, 2010), o qual resultou dos embates políticos intensos travados na Câmara e no Senado.<sup>32</sup> A aprovação desta lei, contudo, não significou efetivamente a entrada em vigor de um novo arcabouço regulatório nos Estados Unidos. A Lei Dodd-Frank definiu os princípios mais amplos de uma nova regulação e supervisão, mas sua efetiva implementação deve se dar num período entre 6 e 18 meses a partir de sua aprovação (julho de 2010). Vale apontar que, ao longo deste período, a criação e construção das instituições que efetivamente desempenharão estas atividades, bem como da legislação mais específica,<sup>33</sup> abre um enorme espaço para pressões políticas, o qual deve ser amplamente utilizado. Conforme Polk:

A legislação é complicada e contém ambiguidades substanciais, muitas das quais não serão resolvidas até que regras sejam adotadas e, mesmo quando isso ocorrer, é provável que muitas questões persistam (...). As regras definidas nas agências irão, contudo, definir os parâmetros do novo marco regulatório. O novo enquadramento da regulação irá conter tanto elementos novos quanto elementos tirados da regulação financeira vigente nos Estados Unidos (2010, p. 2, tradução nossa).

Entre os pontos centrais da Lei Dodd-Frank está a atenção sobre o risco sistêmico.<sup>34</sup> Foi esta a preocupação por trás da criação do Financial Stability Oversight Council (FSOC), o qual será presidido pelo secretário do Tesouro e do qual farão parte representantes de todas as agências de regulação e supervisão. Seu objetivo

30. Como se verá a seguir, tal propósito foi mantido como um dos pontos da proposta de Barack Obama, a qual, após ter sido debatida e alterada no Congresso, transformou-se na Lei Dodd-Frank. Ela corresponde ao seu Título III – Transfer of Powers to the Comptroller, the FDIC, and the Fed –, o qual extingue o Office of Thrift Supervision, até então responsável pela supervisão das poupanças e empréstimos, transferindo suas funções para o Office of the Comptroller of the Currency (OCC), o Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) e o Fed.

31. Ver USA (s.d.).

32. Para um detalhamento do embate em torno da reforma no Legislativo norte-americano, ver Anbima (2011) e Farhi (2011).

33. Segundo Polk (2010), 243 novas leis devem ser criadas. Conforme The Economist (2011), o Dodd-Frank Act, que possui mais de 2 mil páginas, é pouco mais que uma carta de intenções. Para que se torne efetivo, 11 agências diferentes precisam elaborar regras detalhadas.

34. Título I – Financial Stability Improvement Act. A este respeito ver Kregel (2011).

primordial seria identificar, precocemente, sinais de desequilíbrio no sistema<sup>35</sup> advindos de grandes instituições, financeiras e não financeiras, ou mesmo de instituições que, não sendo grandes, sejam consideradas sistemicamente relevantes. Identificados tais sinais, o conselho deve tomar as medidas necessárias para impedir a deflagração de uma crise. A lei também permite ao FSOC requerer que uma instituição não bancária passe a ser regulada pelo banco central americano (Federal Reserve – Fed), caso entenda que sua falência pode causar risco para o sistema. Ademais, o conselho deve identificar instituições que sejam grandes ou sistemicamente importantes,<sup>36</sup> e recomendar que o Fed aumente significativamente as exigências de capital, liquidez e gerenciamento de riscos. No limite, e sob certas circunstâncias e condições, o FSOC poderá exigir que uma instituição considerada grande demais para falir seja fracionada, se entender que represente uma ameaça à estabilidade financeira do país.

Ainda quanto às instituições consideradas grandes demais para falir, foi exigido que estas preparem planos de resgate ordenados (*testamentos*) para o caso de falência, de forma a evitar que pressão excessiva incida sobre o restante do sistema, bem como que o custo da falência recaia sobre o contribuinte americano.

A Lei Dodd-Frank também dispõe sobre os requerimentos e procedimentos para uma liquidação ordenada de instituições financeiras não bancárias, bem como introduz regulação sobre os fundos de *hedge* e outros intermediários financeiros similares, passando a exigir que se registrem na Securities and Exchange Commission (SEC) e que não omitam informações relevantes das agências governamentais, dado que também serão objeto de avaliação pelos supervisores. Também há a preocupação de monitorar a indústria de seguros, procurando identificar as lacunas na regulação do setor que contribuam para as crises financeiras.

Um elemento da Lei Dodd-Frank que foi e continua sendo objeto de acalorada polêmica é a Regra Volcker,<sup>37</sup> que visa reduzir posições especulativas no portfólio dos bancos comerciais. De forma mais específica, pode-se afirmar que esta regra tem como objetivo limitar a especulação com recursos próprios por parte de entidades bancárias que se beneficiam de seguros de depósitos ou outras formas de garantias públicas, a não ser que tais posições sejam feitas buscando a proteção de seus clientes. A Regra Volcker também procura limitar que as referidas instituições – que são, de alguma forma, protegidas – detenham ou invistam em fundos de *hedge* ou *private equities*. O limite seria 3% do capital nível 1.

35. O Office of Financial Research, criado no âmbito dessa lei, coletará as informações para o conselho.

36. Instituições bancárias com um volume de ativos igual ou superior a US\$ 50 bilhões são automaticamente qualificadas como sistemicamente relevantes.

37. A Regra Volcker, que não constava da proposta originalmente enviada ao Congresso pelo presidente Barack Obama em julho de 2009, foi apresentada pelo presidente em janeiro de 2010.

Outro ponto da lei de reforma financeira dos EUA diz respeito ao tratamento dado aos derivativos. O texto da lei aponta para o objetivo de criar um mercado de derivativos mais transparente e seguro, procurando retirá-los da “sombra” (mercados de balcão) e colocá-los sob o guarda-chuva da regulação e supervisão, estimulando sua transação em câmaras de compensação, tais como as bolsas de valores. Para tal, a lei prevê que a SEC e o Commodity Futures Trading Commission (CFTC) tenham autoridade para regular os mercados de balcão, de forma a impedir, conforme o documento, práticas irresponsáveis e excessiva assunção de riscos.

Menção ainda deve ser feita ao chamado *Bureau of Consumer Financial Protection*, o qual cria, no âmbito do Fed, mas operando de forma independente, uma instituição voltada à proteção do consumidor de serviços financeiros. O objetivo é assegurar que este tenha informação acurada ao firmar os contratos, protegendo-o contra futuras cobranças de taxas que não eram claras, termos contratuais abusivos etc.

Por fim, deve-se apontar a Emenda Collins,<sup>38</sup> a qual incorpora à lei as regras de Basileia. A emenda prevê a introdução de requerimentos mínimos de capital relativamente à alavancagem “pura” (índice de alavancagem) bem como ao volume de ativos ponderados pelos riscos (índices de Basileia), os quais devem ser definidos pelas agências federais. Estes requerimentos deverão ser estabelecidos em níveis pelo menos tão altos quanto os índices de Basileia I, o que significa que podem ser diferentes daquele definido em Basileia III. A Emenda Collins também requer que as agências reguladoras do sistema bancário determinem requerimentos de adequação de capital especiais para atividades sistemicamente arriscadas, incluindo envolvimento significativo em derivativos e produtos securitizados, os quais podem divergir dos requerimentos do Basileia III. O conselho do Fed propôs, em 2011, regras no que diz respeito à elevação dos requerimentos de capital que são baseados na avaliação de risco, bem como nos requerimentos de alavancagem e de liquidez para instituições com ativos superiores a US\$ 50 bilhões – as quais seriam sistemicamente importantes.

Adicionalmente, a Emenda Collins torna obrigatória a progressiva implementação de requerimentos de capital, já aplicáveis a instituições depositárias, *holding* bancárias, incluindo *holdings* de bancos estrangeiros nos Estados Unidos, *thrift holding companies* e companhias financeiras não bancárias consideradas sistemicamente importantes. No que diz respeito aos níveis, a emenda estabelece que os reguladores americanos definam um piso para os requerimentos de capital, o qual pode ser diferente do piso definido pelo país de origem da instituição.

---

38. Originalmente elaborada no âmbito do FDIC.

### 3.3 União Europeia

O que se denomina União Europeia resulta de um processo que teve início na década de 1950, com a criação da Comunidade Europeia do Carvão e do Aço. Este processo de aprofundamento e alargamento da integração foi avançando ao longo da segunda metade do século XX e início do século XXI, sendo um marco nesta trajetória a assinatura do Tratado de Maastricht, de 1992,<sup>39</sup> o qual deu origem formalmente à UE, apontando para a subsequente integração monetária do bloco, com a adoção do euro, que ocorreu a partir de 1999.

Contudo, com o estabelecimento da zona do euro, criou-se um subgrupo dentro do bloco, composto pelos países que aderiram à nova moeda. Assim, a União Europeia é atualmente composta por 27 membros, dos quais dez não adotam o euro. Entre os países que não o adotam está o Reino Unido, segunda maior economia da União Europeia. Deve-se salientar que sua moeda, a libra, é uma referência importante nas transações financeiras em nível mundial, e que o país – sobretudo Londres, sua capital – é um centro financeiro internacional. Como aponta Begg (2009), o fato de a União Europeia e a zona do euro serem formadas por diferentes membros constitui um problema importante, porque as políticas voltadas para a estabilidade financeira não são tratadas no mesmo “nível” da política monetária. Enquanto esta última é formulada e operada para o conjunto de países da zona do euro pelo Banco Central Europeu (BCE), a regulação e a supervisão passam ao largo do banco.

No que tange à discussão das novas regras para o sistema financeiro, observou-se, no âmbito da União Europeia, movimento similar ao ocorrido nos Estados Unidos. Assim, no final de 2008, logo após medidas emergenciais terem sido tomadas visando coordenar ações para o enfrentamento imediato da crise,<sup>40</sup> a Comissão Europeia instituiu o The High Level Group of Financial Supervision in the European Union, um grupo de trabalho que tinha como objetivo fazer um diagnóstico da crise e, sobretudo, propor medidas com vistas a evitar a ocorrência de novos eventos. Na avaliação do grupo, a crise foi o resultado de uma combinação de falhas de mercado, desequilíbrios monetários e financeiros globais, e regulação e supervisão inadequadas. Nesse sentido, o documento afirma que a regulação:

Deve concentrar-se nas principais causas de fraquezas da presente estrutura (...) reforçando a supervisão regulatória sobre as instituições que tenham provado ser precariamente reguladas, adaptando práticas regulatórias e contábeis que tenham agravado a pró-ciclicidade, promovendo os incentivos corretos para a boa governança

39. Entrou em vigor em 1993.

40. Contudo, como aponta Wahl (2010), o papel de liderança, quando da eclosão da crise, foi exercido não pela União Europeia, mas pelos Estados nacionais europeus, sobretudo os mais poderosos e relevantes.

e transparência, assegurando consistência internacional nos padrões e regras, bem como uma coordenação mais forte entre reguladores e supervisores (...). O reforço efetivo da regulação existente, quando adequada (ou sua melhoria, quando necessária), e melhor supervisão podem ser tão importantes quanto criar nova regulação (THE DE LAROSIÈRE GROUP, 2009, p. 13, tradução nossa).

O referido grupo, liderado por Jacques de Larosière,<sup>41</sup> apresentou seu relatório no início de 2009,<sup>42</sup> o qual contém várias recomendações com vistas a melhorar a regulação e supervisão na União Europeia, sendo um ponto de partida para as alterações introduzidas no bloco. O documento – que ficou conhecido como relatório de Larosière – pode ser entendido a partir de duas perspectivas. De um lado, apresenta a ideia mais ampla de que, tomando como ponto de partida o arcabouço de Basileia, a regulação e a supervisão precisam ser fortalecidas, no sentido do reforço das regras já existentes, e alargadas, passando a incorporar produtos e instituições que antes ficavam ao largo da atuação das autoridades. De outro lado, aponta para a necessidade de maior coordenação entre reguladores e supervisores, uma fragilidade que, apesar de também se verificar em economias nacionais, é mais específica e complexa no contexto da União Europeia, dada a miríade de reguladores e supervisores domésticos que atuam com baixo grau de coordenação no âmbito do bloco.

Como aponta Wahl (2010), a União Europeia apresenta-se ainda como uma estrutura econômica e política pouco integrada em várias dimensões, e é provável que esta fragmentação seja mais destacada no que diz respeito à regulamentação sobre os sistemas financeiros de seus membros. Segundo o autor:

A fragmentação da regulação Europeia é o resultado de vários fatores estruturais profundamente enraizados. O primeiro e mais importante problema é o viés econômico dominante no processo de integração. Sua lógica foi a integração do mercado (...). Intervenção política no livre mercado, e assim regulação financeira, era considerada nociva. Toda a legislação Europeia nesse período tratando de finanças reforçou a liberdade dos mercados e restringiu qualquer coisa que pudesse dificultá-la (WAHL, 2010, p. 12, tradução nossa).

Contudo, apesar de não terem sido realizados esforços significativos com vistas à integração da regulação e supervisão, o objetivo da maior integração financeira entre os países estava posto desde os primórdios do projeto integracionista – o que foi em boa medida alcançado.

---

41. Jacques de Larosière foi diretor-gerente do FMI de 1978 a 1987, dirigiu o Banco Central da França de 1987 a 1993 e foi presidente do Banco Europeu para Reconstrução e Desenvolvimento de 1993 a 1998. O grupo conta ainda com outros seis integrantes, os quais já foram presidentes de bancos centrais ou ministro das finanças da Alemanha, Itália, Holanda, Polônia, Espanha e Suécia. Segundo Wahl (2010), a maior parte dos membros do grupo ou já trabalhou ou ainda trabalha como consultor para bancos importantes.

42. Ver The de Larosière Group (2009).



Assim, e em algum grau apontando no sentido de uma reversão na trajetória até então trilhada, observa-se que, entre as recomendações mais importantes do relatório de Larosière, está a criação de um órgão responsável pela supervisão macroprudencial na União Europeia. Neste sentido, documento da Comissão Europeia aponta:

A ausência de políticas e respostas coerentes e coordenadas, tanto entre diferentes órgãos dentro de um mesmo país quanto entre diferentes países, foi outra fraqueza rapidamente evidenciada pela crise, especialmente no que diz respeito aos bancos internacionais. Em vários casos os supervisores em diferentes jurisdições falharam em trabalhar efetivamente em conjunto para gerenciar a crise. E diferenças nas regras tornaram ainda mais complexo o gerenciamento das situações de falências bancárias. Outra lição da crise é, portanto, a necessidade de harmonizar regras e de boa cooperação entre supervisores que tratam com partes diferentes de um mesmo grupo internacional: uma resposta europeia é vital neste quesito (EUROPEAN COMMISSION, 2011, p. 3-4, tradução nossa).

Em março de 2009, pouco tempo após a publicação do relatório de Larosière, a Comissão Europeia acolheu suas recomendações e lançou um documento propondo um conjunto amplo de reformas (EUROPEAN COMMISSION, 2009), o qual incorporava a reforma da regulação e supervisão financeiras. Os planos foram apresentados em maior detalhe em junho de 2010 (EUROPEAN COMMISSION, 2010a). Os referidos documentos apresentam o planejamento detalhado das reformas a serem empreendidas, bem como sua agenda de implementação.<sup>43</sup>

A Comissão Europeia apresentou sua nova proposta para o sistema financeiro em quatro eixos: *i*) melhorar a regulação; *ii*) incrementar a supervisão; *iii*) ampliar a proteção para consumidores e investidores; e *iv*) definir mecanismos mais apropriados para o gerenciamento das crises (EUROPEAN COMMISSION, 2011). Deve-se apontar que, nos documentos oficiais que tratam do tema, a Comissão Europeia faz questão de frisar a convergência das reformas empreendidas na União Europeia às recomendações do G20: “A parte mais substantiva das reformas legislativas que são parte do programa de reforma da comissão estão diretamente conectadas com os compromissos do G20” (EUROPEAN COMMISSION, 2011, p. 4, tradução nossa).

Um dos elementos centrais do conjunto de reformas é a criação de uma nova arquitetura para a supervisão financeira na Europa, tanto em nível das instituições (nível micro) quanto no que passou a ser chamado de nível macroprudencial.

---

43. Segundo Wahl (2010), quando, em 2009, a Comissão Europeia publicou a minuta da nova proposta de centralização da supervisão, houve oposição imediata, particularmente do Reino Unido, porque a proposta dava muito poder ao nível supranacional. Em 2010, a Comissão Europeia de Ministros das Finanças (ECOFIN) chegou a um acordo que reforçou o componente nacional e enfraqueceu o supranacional. O acordo foi aprovado no Parlamento Europeu em outubro de 2010.

As autoridades europeias de supervisão (conhecidas em inglês pela sigla ESAs),<sup>44</sup> encarregadas de elaborar os padrões técnicos e promover a cooperação e harmonização da supervisão, são constituídas pela European Banking Authority (EBA),<sup>45</sup> que deve supervisionar os bancos; a European Securities and Markets Authority (Esma),<sup>46</sup> responsável por supervisionar o mercado de títulos; e a European Insurance and Occupational Pensions Authority (Eiopa),<sup>47</sup> que atuará sobre as seguradoras e os fundos de pensão. Elas devem prestar contas de sua atividade ao Parlamento Europeu e à Comissão Europeia. No nível operacional, a supervisão continuará a cargo das autoridades nacionais.

As novas ESAs irão coordenar o trabalho dos supervisores nacionais, assegurando concordância e supervisão coerentes (...). Elas estarão aptas a mediar e arbitrar no caso de discordâncias entre os supervisores nacionais e impedir que estes implementem as regras da União Europeia de forma inapropriada (EUROPEAN COMMISSION, 2011, p. 8, tradução nossa).

As ESAs só terão poder de impor sua decisão sobre as autoridades nacionais de supervisão nos casos em que não forem observados os padrões estabelecidos; quando houver conflito entre os supervisores nacionais relativamente às atividades de bancos que atuam fora de seu país de origem; e em caso de crises financeiras que se estendam além das fronteiras nacionais (HENNESSY, 2011).<sup>48</sup> Assim, as ESAs formam, com as autoridades nacionais de supervisão, o Sistema Europeu de Supervisores Financeiros (European System of Financial Supervisors).

Outro elemento dessa nova arquitetura, no que diz respeito ao eixo da supervisão, é o European Systemic Risk Board (ESRB),<sup>49</sup> o qual teria papel macroprudencial. Este irá monitorar os desequilíbrios sistêmicos, tais como a formação de bolhas de ativos, elevada concentração no sistema financeiro, ou mesmo a excessiva confiança em produtos financeiros que sejam considerados muito arriscados. Detectados estes sinais, o ESRB, um conselho consultivo, conforme Wahl (2010), emitirá alertas ou recomendações para os Estados-membros da União Europeia, para a própria Comissão Europeia e para os supervisores. Caso estes

---

44. Formam o Sistema Europeu de Supervisores Financeiros. Entraram em funcionamento em janeiro de 2011. Seus membros são as autoridades máximas das respectivas instituições em nível nacional, representantes da Comissão Europeia e outros especialistas.

45. Sediada em Londres.

46. Sua sede é em Paris.

47. A sede da Eiopa é em Frankfurt. A nova estrutura substituiu os três comitês anteriormente existentes: o Committee of European Banking Supervisors (CEBS), o Committee of European Securities Regulators (CESR) e o Committee of European Insurance and Occupational Pensions Committee (CEIOPS).

48. Contudo, como aponta Hennessy (2011), as ESAs não podem orientar os governos nacionais a socorrer instituições financeiras em perigo, nem a não fazê-lo, uma vez que as decisões de como usar os recursos fiscais permanecem no âmbito dos governos nacionais.

49. Também começou a operar em janeiro de 2011. Seu conselho é composto pelo presidente e vice-presidente do BCE, pelas autoridades máximas dos bancos centrais dos membros da União Europeia, por um membro da Comissão Europeia, pelos presidentes das ESAs, entre outros.

não sejam acatados pelos membros da União Europeia, ou o sejam de forma insatisfatória, o órgão tem a opção de tornar públicos seus alertas ou recomendações, e os países terão de justificar suas ações (EUROPEAN COMMISSION, 2011; HENNESSY, 2011). O presidente do conselho deverá ser eleito pelos presidentes dos bancos centrais dos 27 membros da União Europeia.<sup>50</sup>

No que diz respeito ao eixo da regulação, há uma segmentação quanto às reformas que incidirão sobre os mercados e as instituições do sistema financeiro, quer sejam estas bancos, empresas de investimento ou companhias de seguros. A maior estabilidade destas instituições deve ser atingida, basicamente, por meio de novas regras de requerimento de capital. Nesse sentido, para bancos e empresas de investimento, as diretivas<sup>51</sup> de requerimentos de capital (CRDs – *capital requirement directives*) foram revisadas em 2009 e 2010.<sup>52</sup> Na CRD II, de 2009, está presente um esforço para harmonização dos instrumentos de capital, fortalecimento da supervisão de bancos com atuação internacional, reforço da regulação no que tange à securitização, com a imposição de um requerimento de retenção de 5%,<sup>53</sup> bem como a introdução de princípios de gerenciamento de liquidez. A diretiva de 2010 (CRD III) traz um incremento dos requerimentos de capital para o portfólio de ativos negociáveis (*trading book*) e operações de ressecuritização, enfatiza a necessidade de maior amplitude e transparência de informações, e introduz a necessidade de supervisão sobre os princípios que norteiam as remunerações e bônus no setor financeiro.<sup>54</sup>

Em fevereiro de 2010, a Comissão Europeia apresentou um documento de trabalho propondo alterações nas CRD anteriores, vale dizer, a proposta de uma nova diretiva – CRD IV,<sup>55</sup> a qual introduz os elementos de Basileia III no arcabouço regulatório da União Europeia. De acordo com o texto oficial:

As possíveis modificações que sairão desse documento estão fortemente alinhadas com as alterações esperadas do aparato de Basileia II e a introdução de padrões de liquidez globais que estão sendo atualmente desenhados pelo Comitê de Basileia, cujos impactos também estão sendo avaliados. Eles também refletem os compromissos assumidos

50. Segundo Begg (2009), essa foi uma concessão da União Europeia aos não membros da zona do euro, especialmente o Reino Unido, uma vez que a proposta original, contida no relatório de Larosière, era de que o ESRB fosse comandado pelo presidente do BCE.

51. Diretivas são atos legislativos da União Europeia, que devem ser acatados pelos Estados-membros, ainda que confirmem a estes certa dose de flexibilidade para que possam modificá-los e incorporá-los levando em conta suas especificidades nacionais.

52. O Comitê de Basileia não possui poder ou autoridade formal para impor suas recomendações sobre as autoridades nacionais, as quais também possuem, por isso, liberdade para adaptarem a moldura regulatória dos Acordos de Basileia a seus sistemas específicos. No caso da União Europeia, as regras de Basileia são aplicadas via CRDs, e os membros do bloco são comprometidos, legalmente, a cumpri-las. Já como resposta à crise, e antes mesmo das alterações oficialmente propostas em Basileia III, a União Europeia promoveu alterações na aplicação de Basileia II, por meio de modificações na CRD. Uma primeira modificação na diretiva (CRD II) foi feita em 2009, e esta foi seguida, em 2010, de nova diretiva (CRD III).

53. O que ficou conhecido como *skin in the game* (algo como “arriscar a pele”).

54. Deveriam vigorar já para o ano de 2010.

55. Ver European Commission (2010b).

pelos líderes do G20 em 2 de abril de 2009, em Londres, e em 24 e 25 de setembro, em Pittsburgh, no que diz respeito a construir capital de melhor qualidade, reforçar a cobertura dos riscos, mitigando a pró-ciclicidade, desencorajando a alavancagem, bem como reforçando os requerimentos para fazer frente aos riscos de liquidez e as provisões prospectivas para perdas de crédito. A comissão presta total apoio ao trabalho do Comitê de Basileia nestas áreas. A fim de atingir o duplo objetivo de melhorar a resiliência do sistema financeiro global e assegurar o nivelamento do campo de jogo, é imperativo que um conjunto de requerimentos de capital o mais robusto possível seja aplicado consistentemente em todo o mundo (EUROPEAN COMMISSION, 2010b, p. 1, tradução nossa).

Nesse sentido, e alinhado com Basileia III, o documento prevê, para bancos e empresas de investimento: *i)* introdução de requerimentos específicos de liquidez; *ii)* redefinição de capital, no sentido de incluir capital de melhor qualidade; *iii)* introdução de um índice de alavancagem; *iv)* requerimentos de capital para risco de crédito de contraparte; *v)* introdução de requerimentos de capital contracíclico; e *vi)* introdução de requerimentos de capital adicional para instituições sistemicamente importantes. Deve-se, ainda, mencionar as alterações trazidas para o setor de seguros pela Solvency II Directive,<sup>56</sup> a qual vai atualizar os requerimentos de capital para as companhias de seguros.

Elemento importante na nova estrutura proposta, que vai além do sistema bancário *strictu sensu* e se estende pelo seu entorno, é sua incidência sobre as agências de classificação de crédito. Parte-se de um diagnóstico de que as agências tiveram grande responsabilidade na crise, ao subestimarem os riscos de crédito de produtos estruturados, bem como ao não detectarem, com a devida antecipação, a deterioração das condições de mercado. Com a nova regulação, aprovada em 2009, as agências de classificação de crédito deverão cumprir padrões mais rígidos, e as que queiram operar na União Europeia precisarão solicitar seu registro na Esma, a qual exercerá também a fiscalização sobre as agências. Uma vez registradas, as agências terão de observar regras que assegurem que as avaliações emitidas não são afetadas por conflitos de interesse; que há um cuidado permanente com a qualidade das metodologias utilizadas; e que as agências atuam com transparência, vale dizer, que suas metodologias de análise são abertas (EUROPEAN COMMISSION, 2010b).

Outra dimensão importante na nova proposta da Comissão Europeia está expressa na diretiva que diz respeito aos gestores de fundos de investimentos alternativos, incluindo fundos de *hedge*<sup>57</sup> (EUROPEAN COMMISSION, [s.d.]).

56. Deverá entrar em vigor em 2013.

57. Também inclui os fundos de investimento em empresas de capital fechado (*private equity*), fundos imobiliários, fundos de matérias-primas, fundos de investimento em infraestrutura e outros tipos de fundos institucionais. A diretiva, aprovada em 2010, entrou em vigor em 2011, devendo ser, a partir de então, incorporadas pelos Estados nacionais.

Conforme Wahl (2010), o modelo de negócios dos fundos de investimentos alternativos tem em comum os seguintes aspectos: *i*) assumem riscos relativamente maiores que outros agentes do mercado, na expectativa de ganhos também maiores; *ii*) são mais alavancados; *iii*) seus clientes são investidores institucionais ou indivíduos ricos; *iv*) suas operações são obscuras e sobre elas não há a mínima regulação; e *v*) suas matrizes estão formalmente localizadas em centros bancários *offshore*<sup>58</sup> ou paraísos fiscais.

A diretiva proposta visa estabelecer um enquadramento que seja seguro e harmonizado, ao nível da União Europeia, para o acompanhamento e supervisão dos riscos colocados pelos fundos para os seus investidores e contrapartes, para outros intervenientes nos mercados financeiros e para a estabilidade financeira. A diretiva prevê maior abertura de informações (transparência) para o mercado e os reguladores, bem como que as instituições apontem o limite de alavancagem com que pretendem trabalhar, o qual deverá ser informado às autoridades locais e disponibilizado no âmbito do ESRB. A diretiva prevê ainda poderes para as autoridades locais imporem limites de alavancagem, quando julgarem necessário. O documento aponta também para a necessidade de que os administradores de fundos de investimentos alternativos (referidos em inglês pela sigla AIFMs) implementem políticas de remuneração que sejam consistentes com um sólido gerenciamento de riscos e não incentivem comportamentos arriscados por parte dos gestores.

No que tange aos mercados de títulos, foram tomadas iniciativas no sentido de promover-lhes maior transparência e estabilidade.<sup>59</sup> Destaca-se, nesse âmbito, a regulação proposta sobre os mercados de derivativos de balcão (OTCs),<sup>60</sup> que tem como eixo o requerimento de que as operações padronizadas sejam transacionadas em câmaras de compensação. Conforme a Comissão Europeia, ao centralizarem-se as operações, além de se mitigar o risco de que o contrato não seja cumprido no caso da impossibilidade de uma das partes, é possível que os supervisores tenham acesso a um conjunto maior de informações sobre as operações desta natureza. Para os derivativos que permanecerem negociados de forma bilateral, os requerimentos de capital e as garantias exigidas devem ser elevados (EUROPEAN COMMISSION, 2010b, p. 6). Contudo, ainda não há sinalizações mais claras acerca de quais seriam estas exigências.

A reforma no âmbito da União Europeia também visa dar melhor proteção, confiança e inclusão aos consumidores de serviços financeiros, melhorando a

58. Centros bancários extraterritoriais isentos de controle.

59. Para uma síntese dessas medidas, ver European Commission (2010b).

60. A Comissão Europeia aponta que sua proposta para a regulamentação dos mercados de OTCs é consistente com aquela adotada nos Estados Unidos, no âmbito do Dodd-Frank Act. Wahl (2010) sinaliza na mesma direção.

qualidade da informação que é dada a estes. O objetivo é restaurar a confiança dos consumidores no sistema. Entre as medidas propostas estão reformas nos sistemas de seguros de depósitos, com a ampliação do valor segurado, bem como o oferecimento de melhores informações e maiores garantias em geral para os investidores. Atenção especial recaiu sobre as transações de hipotecas, de forma a garantir que os emprestadores e intermediários estejam regulados e supervisionados (EUROPEAN COMMISSION, 2010b).

Deve-se mencionar também os esforços no sentido de definir algumas regras para o gerenciamento das crises financeiras no âmbito da União Europeia. O objetivo é reforçar as ferramentas, assim como a força jurídica dos supervisores para lidarem com instituições financeiras em dificuldade, o que inclui, entre outras medidas, um requerimento para que os bancos preparem seus planos para o caso de falência.

Uma centralização ou harmonização mais efetiva da regulação e supervisão do sistema financeiro no âmbito da União Europeia é fundamental, dada a importância crescente das atividades financeiras transfronteiriças<sup>61</sup> (BEGG, 2009; HENNESSY, 2011). Todavia, como aponta Begg (2009), há ainda um longo caminho a ser trilhado até que as dimensões supranacionais estejam acomodadas, dados os conflitos de interesse entre os Estados-membros, e mesmo no interior destes.<sup>62</sup> Deve-se observar que, no processo mais recente (pós-crise), marcado pela tentativa de maior centralização da regulação e supervisão no âmbito da União Europeia, o Reino Unido tem exercido forte pressão no sentido contrário, isto é, tem buscado preservar a maior independência da regulação nacional. Como aponta Henessy:

O governo britânico tem ansiosamente buscado proteger o papel dominante de Londres nos serviços financeiros e foi relutante em ceder a supervisão dos serviços financeiros para Bruxelas. Apenas após a concordância dos ministros da Fazenda da União Europeia quanto à adoção de sistema de votação complexa e procedimentos de apelação, em dezembro de 2009, o Reino Unido apoiou a criação das novas autoridades financeiras. Dessa forma, no caso dos países suspeitem que as ESAs tenham violado áreas de soberania nacional, eles podem questionar o veredito (...) Somente quando os supervisores nacionais forem incapazes de concordar sobre quem é o responsável por cada parte de um banco com atuação internacional que apresenta problemas irão as ESAs emitir um veredito que seja oficialmente aplicável.

---

61. Ainda que a atividade bancária permaneça, em larga medida, em âmbito nacional (Begg, 2009).

62. De acordo com Hennessy (2011), a França saudou a nova arquitetura de regulação e supervisão da União Europeia como uma vitória sua sobre os excessos do capitalismo anglo-saxão, embora admita que os resultados finais, após árduas negociações, ficaram aquém de suas propostas. Os negociadores alemães tenderam a compartilhar a posição da França e trabalharam no sentido de aprofundar a centralização na União Europeia, ainda que o setor financeiro alemão tenha ficado dividido. De um lado, os bancos estaduais (*landesbanken*) e municipais (*sparkassen*) advogavam, ao invés de uma "solução europeia", maior cooperação entre os supervisores nacionais. Por outro lado, os grandes bancos comerciais privados endossavam a posição de maior centralização no âmbito da União Europeia, o que daria maior clareza sobre o marco legal vigente nas operações transfronteiriças.

Isso dá aos supervisores nacionais um incentivo para que tentem dirimir suas diferenças antes que as ESAs entrem em ação (2011, p. 22, tradução nossa).

### 3.3.1 Reino Unido

No Reino Unido, o primeiro movimento no sentido de uma reforma na regulação veio a público em março de 2009, com o *The turner review*.<sup>63</sup> O documento foi uma resposta, por parte da Financial Services Authority (FSA)<sup>64</sup> – órgão responsável pela supervisão do setor financeiro no país, operacionalmente independente do governo e do banco central –, às demandas do governo britânico acerca das medidas que deveriam ser tomadas a fim de aprimorar a regulação e a supervisão.

O relatório Turner contém 28 recomendações, divididas em 13 tópicos. Entre estas, destaca-se a necessidade de redefinição de requerimentos de capital e liquidez; definição de regras e procedimentos para os casos de falências de instituições bancárias; introdução de regulação mais estrita sobre atuação das agências de classificação; definição de políticas de regulamentação de executivos do setor; necessidade de canalizar as operações de derivativos OTCs em câmaras de compensação; e definição de uma dimensão macroprudencial da regulação.

Tendo como ponto de partida o *The turner review*, em julho de 2009, o governo britânico publicou o documento *Reforming Financial Markets* (HM TREASURY, 2009), analisando as causas da crise, as ações até então tomadas em reação a esta com o objetivo de restaurar a estabilidade financeira, e indicando as linhas centrais da reforma a ser promovida com vistas a reforçar a estabilidade no futuro. Um ano depois, em julho de 2010, o governo apresentou para consulta uma primeira proposta de reforma regulatória (HM TREASURY, 2010). Esta apontava no sentido de centralizar a regulação e a supervisão, com a criação de um novo órgão responsável pela regulação prudencial (Prudential Regulation Authority – PRA), a ser constituído como uma subsidiária do banco central (Banco da Inglaterra). Também explicitava uma preocupação com a dimensão macroprudencial ou sistêmica, sob a responsabilidade de um novo órgão, o Financial Policy Committee (FPC), que estaria igualmente sediado no Banco da Inglaterra.

Também em julho de 2010 deu-se outra ação importante nesse campo. Partindo-se do reconhecimento de que o setor bancário, no Reino Unido, teria ficado crescentemente concentrado, foi estabelecida a Independent Commission

---

63. Ver FSA (2009).

64. Adair Turner é o presidente da FSA, entidade financiada pelo setor financeiro. Conforme expresso no *site* da FSA: "Prestamos contas ao ministro do Tesouro e, por meio deste, ao Parlamento. Somos operacionalmente independentes do governo e inteiramente financiados pelas firmas que regulamos" (FSA, [s.d.], tradução nossa).

on Banking (ICB)<sup>65</sup> com o objetivo de analisar como se operava a concorrência entre os bancos no país, com especial atenção para as instituições sistemicamente importantes, bem como de propor reformas e fazer recomendações ao governo neste âmbito.<sup>66</sup>

Após um processo relativamente longo de consulta e revisão da proposta original, em junho de 2011, o governo apresentou, para submissão ao Legislativo, o documento *A new approach to financial regulation: the blueprint for reform* (HM TREASURY, 2011). O documento apresenta em detalhes as propostas e um esboço da legislação, marcando o início de sua tramitação no Parlamento. A previsão é de que seja votado no início de 2012.

O documento ratifica a proposta inicial de uma nova arquitetura para a regulação e a supervisão no Reino Unido. Assim, propõe a abolição da FSA e a criação, no âmbito do banco central, da PRA, com a responsabilidade de exercer a supervisão rotineira das instituições financeiras sujeitas à regulação prudencial significativa. O documento também ratifica a proposta de criação do Financial Policy Committee, no âmbito do Banco da Inglaterra, com a responsabilidade da regulação macroprudencial. Conforme texto do documento:

Ao longo dos últimos anos, um claro consenso emergiu de que as falhas do modelo tripartite de regulação financeira eram um fator significativo na incapacidade do Reino Unido prever a crise financeira que teve início em 2007, ou responder adequadamente a ela (...). A responsabilidade pela estabilidade financeira – tanto no nível macro do sistema financeiro como um todo, quanto no nível micro das firmas individuais – ficará no Banco da Inglaterra, em um novo órgão macroprudencial, o Financial Policy Committee, e em um novo supervisor microprudencial, a Prudential Regulation Authority. (...) Estabelecido no âmbito do Banco da Inglaterra, o Financial Policy Committee irá avaliar os riscos sistêmicos sobre a estabilidade do sistema financeiro e emitirá pareceres, recomendações ou direcionamentos que deverão ser obrigatoriamente cumpridos para assegurar que estes riscos sejam enfrentados. Também no âmbito do Banco da Inglaterra, a Prudential Regulation Authority fará avaliações sobre a segurança e solidez das firmas individuais e irá formular medidas supervisórias e regulatórias para assegurar que as firmas tomem as ações necessárias (HM TREASURY, 2011, p. 3, tradução nossa).

Também foi proposta a criação de um novo órgão para proteção dos consumidores, dos mercados e da concorrência (Financial Conduct Authority – FCA), com a responsabilidade de regular e supervisionar a conduta de todas as empresas do setor financeiro.

---

65. O presidente da comissão é John Vickers, que foi economista-chefe do Banco da Inglaterra de 1998 a 2000. A comissão é composta por outros quatro membros, entre os quais Martin Wolf, influente jornalista britânico, colunista de economia e editor associado do *Financial Times*, que tem se notabilizado, desde os primeiros momentos da crise, por seus artigos altamente críticos quanto aos excessos da globalização financeira e à timidez das reformas em geral.

66. Ver ICB (2011b).



O documento apresenta algumas medidas já implementadas, entre as quais, consta a introdução de uma taxa sobre a captação (*chargeable equity and liabilities*)<sup>67</sup> dos bancos de maior porte,<sup>68</sup> com o objetivo de desencorajar o financiamento de curto prazo, de maior risco, bem como de assegurar que estes bancos possam prover uma contrapartida ao risco potencial que impõem ao sistema financeiro do Reino Unido e à economia de forma mais ampla. Nos termos oficiais:

A taxa irá reforçar os incentivos para os bancos aumentarem o seu capital nível 1, as captações de mais longo prazo, depósitos de varejo e ativos líquidos. A taxa, portanto, complementa as reformas regulatórias mais amplas que buscam garantir maior estabilidade financeira, incluindo padrões de capitalização e liquidez mais elevados (HM REVENUE & CUSTOMS, 2011, p. 4, tradução nossa).

Merecem destaque as medidas tomadas no sentido de que sejam limitadas as remunerações no setor financeiro, assim como a pressão que vem sendo exercida para que haja maior transparência nas regras aplicadas para as remunerações sob a forma de bônus. O objetivo é melhorar a percepção acerca do papel desempenhado por este modelo de avaliação na assunção de maiores riscos pelas instituições financeiras.

O documento incorpora, adicionalmente, as principais propostas formuladas no relatório parcial da Independent Commission on Banking:<sup>69</sup> *i*) que as instituições sistemicamente importantes tenham capital superior ao mínimo requerido em Basileia III, mais especificamente, que o *common equity* (capital principal) seja de, no mínimo, 10%, relativamente aos ativos ponderados pelos riscos; *ii*) que os acionistas dos bancos arquem com o custo das falências, isto é, que o custo das intervenções não recaia sobre o setor público e, em última instância, sobre os contribuintes e a sociedade em geral; e *iii*) que seja estabelecida uma segmentação que isole os bancos varejistas ou, mais especificamente, que proteja a atividade varejista dentro de um conglomerado financeiro, de forma a tornar este segmento mais seguro e permitir que uma falência não ponha em risco serviços bancários cruciais.

Assim, se, por um lado, o Reino Unido, desde os anos 1980, assumiu papel de liderança no sentido da maior liberalização e desregulamentação dos mercados financeiros – tendo sido, como apontou The Economist (2011), um dos ardentes defensores da “regulação suave” –, por outro lado, os britânicos estariam, neste

67. Exclui, por exemplo, capital nível 1 e alguns depósitos protegidos, como depósitos que contam com garantias explícitas dos governos (HM Revenue & Customs, 2011). Em 2011, França e Alemanha, entre outros países da União Europeia, também introduziram taxas sobre os bancos (ECB, 2011).

68. Introduzida em janeiro de 2011 e incidente apenas sobre bancos de maior parte – aqueles cujo passivo seja de pelo menos £ 20 bilhões (aproximadamente US\$ 30 bilhões). Em seus primeiros meses de aplicação (janeiro e fevereiro de 2011), a taxa cobrada foi de 0,05% sobre os passivos de curto prazo e de 0,025% sobre os de prazo mais longo – isto é, superior a um ano. Em março e abril de 2011 a taxa sobre os passivos de curto e longo prazo foi de, respectivamente, 0,1% e 0,05%. Previa-se que de maio a dezembro de 2011 a taxa seria de 0,075% e 0,0375%. A partir de janeiro de 2012, de 0,78% e 0,039% (HM Revenue & Customs, 2011).

69. Ver ICB (2011a). As propostas foram basicamente ratificadas no relatório final (ICB, 2011b).

momento, sendo relativamente mais rigorosos que outros países. Isto não apenas porque o Reino Unido reformou todo o seu aparato de supervisão, transferindo a fiscalização de volta para o Banco da Inglaterra, mas também porque propôs a introdução de alguns dos maiores colchões de capital do mundo rico sobre as instituições sistemicamente importantes, introduziu taxação sobre a captação dos bancos, e impôs limites à remuneração dos executivos do setor.

#### 4 CONCLUSÃO

Numa perspectiva minskyana, a análise da regulação financeira deve partir de uma avaliação sobre sua capacidade para inibir a formação expressiva, em nível sistêmico, de estruturas financeiramente frágeis. Assim sendo, uma análise a partir de Minsky aponta a inadequação de uma regulamentação bancária nos moldes de Basileia II, fundamentada no pressuposto de que o mercado é capaz de avaliar e inibir comportamentos mais arriscados. Isto porque, segundo Minsky, o comportamento do mercado diante do risco, como já apontado, é inerente e inextricavelmente pró-cíclico. Dessa forma, quando a economia encontra-se na fase expansiva do ciclo, uma crescente fragilidade tende a ser gerada. Na autorregulamentação supervisionada de Basileia II, a maior assunção de riscos não é inibida por maiores requerimentos de capital – elemento que assumiria papel central e garantidor da segurança sistêmica, por impedir a excessiva alavancagem, a qual está associada a uma crescente fragilização.

Basileia III, que tem como objeto o sistema bancário, é uma peça central da nova regulação financeira definida em âmbito internacional e está sendo incorporada, com variantes, pelos reguladores nacionais. Esta nova versão tem como ponto de partida Basileia II, mas requer “mais e melhor” capital, além de exigir capital a partir de novas perspectivas, basicamente buscando conter a dinâmica pró-cíclica do sistema, e oferecer uma segurança adicional, independentemente do sistema de avaliação de riscos. Vale dizer, exige-se mais capital e capital de melhor qualidade para fazer frente ao volume de ativos ponderados pelo risco e, paralelamente, são introduzidas exigências de capital adicionais. Entre estas, destaca-se um requerimento anticíclico, inexistente em Basileia II, bem como a inclusão de um índice de alavancagem “puro”, isto é, um índice que não é afetado pela avaliação de risco pró-cíclica dos bancos, mas que requer mais capital proporcionalmente ao aumento absoluto da alavancagem. Assim, a lógica da nova regulação bancária continua sendo, em boa medida, aquela presente em Basileia II, a qual atribui aos próprios bancos e aos seus modelos internos a avaliação dos seus riscos, mas torna relativamente mais caro, em termos de capital requerido, qualquer ativo mantido no portfólio. Entretanto, os reguladores admitem a impossibilidade de ancorar a segurança do sistema apenas nas avaliações feitas pelo mercado, reconhecendo seu comportamento pró-cíclico e as deficiências do modelo de autoavaliação de riscos.

Outro avanço no arcabouço de Basileia III, de extrema importância, é o reforço nos requerimentos de capital para operações com ativos negociáveis e operações de securitização feitas pelos bancos, bem como para as operações com derivativos não padronizados nas quais estejam envolvidos. Houve o reconhecimento, por parte dos reguladores, de que um volume expressivo de riscos no sistema foi gerado por estas operações nos anos que antecederam a crise, as quais são, em grande medida, estranhas ao balanço tradicional dos bancos comerciais – que classicamente ofertavam crédito e os retinham em seu balanço (modelo “originar e reter”). A crise tornou visível que o modelo mais recente, “originar e distribuir”, introduziu um severo viés de pró-ciclicidade e fragilização do sistema, ao permitir que gerasse, com grande rapidez e baixo custo, créditos de baixa qualidade, avaliados com pouco rigor, os quais seriam, logo a seguir, securitizados e perigosamente distribuídos – com a ajuda das agências de classificação. Esta possibilidade de geração, em larga escala, de portfólios altamente especulativos, deve ser impedida se o objetivo é um sistema mais estável.

Está presente, nas novas propostas, uma preocupação muito pertinente com as instituições financeiras consideradas sistemicamente importantes, tendo sido endossada a proposição de que estas devem ter maior capacidade de absorção de perdas – relativamente aos padrões mínimos impostos por Basileia III – como contrapartida dos maiores riscos que impõem ao sistema. A proposta apresentada pelo Comitê de Basileia em julho de 2011, aprovada na cúpula do G20 em novembro de 2011, eleva o *common equity* mínimo das instituições consideradas sistemicamente importantes em âmbito global dos anteriormente 2% (Basileia II) para 9,5 % (Basileia III). Este requerimento pode chegar até 10,5%, caso as instituições gigantes continuem a crescer. Elas também devem ser objeto de uma supervisão mais intensa e coordenada, para reduzir a probabilidade de falências, bem como o impacto destas.

A proposta do FSB para as SIFIs também contempla um conjunto de regras e políticas que permitam às autoridades maior capacidade de lidar com falências destas instituições. Isto implica, de um lado, criar condições para que o sistema financeiro e a economia como um todo continuem a funcionar de forma organizada quando uma falência ocorrer e, de outro, minimizar o volume de recursos públicos envolvidos em tais operações.

Cabe mencionar mais um ponto novo relativamente à regulamentação de Basileia II, e bastante importante. Na nova proposta, os reguladores admitiram que a liquidez, ou melhor dizendo, a falta dela, permanece sendo um risco real – sobretudo quando os agentes adotam, em conjunto, uma postura defensiva –, e que é preciso impor requerimentos de liquidez aos bancos.

Também deve-se apontar que o FSB e o G20 propuseram um conjunto de novos elementos para a regulação do sistema financeiro de forma mais ampla. O FSB está atento ao *sistema bancário paralelo*, ou *sombra*, bem como aos mercados de derivativos, sobretudo os derivativos não padronizados, mercados estes que, frequentemente, passam ao largo da regulação, mas que trazem importante risco sistêmico. O FSB confere atenção à dimensão macroprudencial, que é de fato central e que fora negligenciada no modelo anterior, ainda que a tarefa de construir um efetivo aparato de regulação macroprudencial, bastante complexa, encontre-se em fase embrionária.

Paralelamente e, em grande medida, de forma articulada ao movimento e às tendências delineadas em âmbito multilateral – sintetizadas nas propostas do FSB acolhidas pelo G20 –, estão as reformas em curso nos Estados Unidos e na União Europeia, tanto para o sistema bancário quanto para o sistema financeiro de forma mais ampla. É sobre a regulação adotada no centro da economia que recairá, em última instância, a responsabilidade pela estabilidade do sistema financeiro em termos mundiais. Destaca-se a introdução, em ambos, das regras de Basileia III – ainda que, como se sabe, não haja obrigatoriedade de fazê-lo ou, menos ainda, de fazê-lo atendendo rigorosamente às prescrições do Comitê de Basileia.

Quanto ao sistema bancário, tanto nos EUA como na Europa, a legislação recentemente aprovada prevê tratamento especial – e mais rigoroso – para as instituições sistemicamente importantes, em linha com as propostas do Comitê de Basileia. Mas, de forma específica, a Lei Dodd-Frank abre explicitamente a possibilidade de que as instituições consideradas grandes demais para falir sejam fracionadas se o supervisor entender que representam ameaça para a estabilidade financeira do país. Menção deve ser feita, ainda, à proposta da Independent Commission on Banking britânica para que as instituições sistemicamente importantes tenham um *common equity* mínimo de 10%, relativamente aos ativos ponderados pelo risco.

Merece destaque, no caso dos Estados Unidos, a introdução da Regra Volcker no âmbito do Dodd-Frank Act, a qual visa reduzir a especulação com recursos próprios dos bancos. Mencione-se que a União Europeia introduziu – e até o presente momento, não foi acompanhada pelos americanos neste ponto – regras e supervisão sobre as remunerações aos executivos do sistema financeiro. Por sua vez, os mercados de derivativos, sobretudo os de OTCs, foram objeto de regulação europeia e americana, visando desincentivar operações bilaterais, procurando canalizá-las para negociação em câmaras de compensação.

Cite-se ainda que tanto os reguladores europeus quanto os americanos, alinhados às prescrições mais gerais expressas nos documentos do FSB, deram atenção à regulação macroprudencial. As iniciativas neste sentido sintetizam-se na

constituição de um órgão supervisor de caráter central, com o objetivo de reunir o conjunto de informações relevantes que os habilitasse a detectar, com a antecedência devida, sinais de fragilidade no sistema, possibilitando uma intervenção. Nos Estados Unidos, este papel será exercido pelo Financial Stability Oversight Council e, na União Europeia, pelo ESRB. No Reino Unido, especificamente, a tarefa caberá ao Financial Policy Committee. Tais iniciativas sinalizam, assim, para a percepção de que os modelos de risco são pró-cíclicos e falhos, e que por isso uma supervisão distante sobre as instituições individuais é claramente insuficiente. Também aponta para a possibilidade ou mesmo o dever de o supervisor fazer maiores exigências ao sistema em determinadas circunstâncias – por exemplo, diante da geração de inovações financeiras que consigam burlar os obstáculos à maior alavancagem gerada pela regulação. Neste caso, contudo, esta ação seria tão mais bem-sucedida – e, efetivamente, possível – quanto mais fosse coordenada internacionalmente.

Outra falha importante na arquitetura financeira que a crise explicitou foi a fragmentação da regulação e da supervisão, quer em âmbito nacional, quer em âmbito regional. Nesse aspecto, o caso da União Europeia é extremo e elucidativo. Houve, de fato, uma integração financeira expressiva no bloco nos anos anteriores à crise, no sentido de uma atuação efetiva, em âmbito regional, de instituições financeiras. Todavia, a dinâmica da integração foi tal que preservou uma estrutura de regulação e supervisão em grande medida descentralizada – isto é, no âmbito dos Estados nacionais. A vigência desta “dualidade” deixou aberta a possibilidade da arbitragem regulatória, com os bancos buscando operar a partir dos centros nos quais o custo regulatório era menor, ao mesmo tempo em que podiam gerar a partir destes, mas distribuir num espaço econômico ampliado, posições altamente especulativas.

As reformas em curso, tanto nos Estados Unidos, como na União Europeia, partem desse diagnóstico e apontam para uma maior centralização. No caso da União Europeia, o movimento foi no sentido de reforçar a regulação e a supervisão nas ESAs. No caso do Reino Unido, membro da União Europeia, as atividades de regulação e supervisão voltam a se aglutinar no banco central. Mas este mesmo caso aponta para as dificuldades específicas da regulação na União Europeia, visto que os britânicos atuaram de forma importante, no âmbito das negociações na Comissão Europeia, para que fosse preservada sua capacidade de interferir sobre seu sistema financeiro, impedindo que maior força ficasse concentrada na União Europeia.

A partir desses elementos, pode-se observar que, ainda que estejam seguindo, fundamentalmente, o mesmo padrão, permanecem diferenças na regulação que vem sendo efetivamente adotada nos Estados Unidos e na União Europeia,

bem como no interior desta, tanto sobre os bancos, quanto sobre o mercado em geral. Isto se explica em função das distintas tradições neste campo, dos distintos perfis dos sistemas bancários e financeiros, das diferentes forças políticas atuantes em cada espaço, dos impactos distintos da crise nos diferentes países e regiões, assim como – no caso específico da União Europeia – em função da própria natureza da sua integração. Deve-se chamar atenção para os problemas gerados em função das divergências na regulação, dada a tendência de os agentes explorarem as diferenças de rentabilidade em função de custos regulatórios distintos, e diante da possibilidade de, atuando em um país ou região que adote uma regulação mais suave, gerarem ativos altamente “tóxicos” e os espalharem pelo sistema.

Pode-se afirmar que a estrutura que emerge após a crise, no que diz respeito à regulação e supervisão, parte da anteriormente existente, mas é mais rigorosa que esta. Contudo, apenas após estar em vigor será possível avaliar se realmente foram adequadas as modificações propostas, com atenção para o fato de que é preciso manter a vigilância permanente sobre o movimento do sistema, ao invés de relaxar a supervisão. Isto em função da contínua tendência dos agentes de burlar as regras e introduzir inovações, pressionados que são, de forma incessante, pela concorrência intercapitalista. Por fim, deve-se ter presente que esta crise econômica aguda e generalizada, que se desdobra desde 2007, tem raízes mais profundas, que vão muito além das “falhas” na regulação e supervisão do sistema financeiro. Esta crise se relaciona a um padrão de capitalismo que vem sendo adotado nas economias centrais e periféricas a partir de meados da década de 1970, caracterizado por uma progressiva liberalização e desregulamentação em vários mercados. Neste sentido, uma regulação financeira mais adequada é condição necessária, mas, nem de longe, suficiente para que se retome um padrão de crescimento econômico mais estável e equitativo.

## REFERÊNCIAS

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Basileia III**: novos desafios para adequação da regulação bancária. Rio de Janeiro: Anbima, 2010. (Perspectivas, n. 1). Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/mostra.aspx?id=1000001316>>.

\_\_\_\_\_. **Reforma financeira norte-americana**: a Lei Dodd-Frank. Rio de Janeiro: Anbima, 2011. (Perspectivas, n. 2). Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/mostra.aspx?id=1000001317>>.

BCBS – BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. **Basel III**: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. Basel: BCBS, Dec. 2010.

\_\_\_\_\_. **Global systemically important banks:** assessment methodology and the additional loss absorbency requirement. Basel: BCBS, July 2011.

BEGG, I. Regulation and supervision of financial intermediaries in the EU: the aftermath of the financial crisis. **Journal of Common Market Studies**, Londres, v. 47, n. 5, p. 1.107-1.128, 21 Oct. 2009.

DRAGHI, M. **Re-establishment of the FSF as the Financial Stability Board.** Londres: Financial Stability Board, 2 Apr. 2009. Disponível em: <[http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_090402.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_090402.pdf)>.

\_\_\_\_\_. **Progress of financial regulatory reforms.** To G20 Leaders. Londres: Financial Stability Board, 9 Nov. 2010. Disponível em: <[http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_101109.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101109.pdf)>.

\_\_\_\_\_. **Statement to international monetary and financial commitments.** Washington: Financial Stability Board, 16 Apr. 2011. Disponível em: <[http://www.financialstabilityboard.org/press/st\\_110415.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/press/st_110415.pdf)>.

ECB – EUROPEAN CENTRAL BANK. **Financial Stability Review.** Frankfurt. June 2011. Disponível em: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview201106en.pdf>>.

EUROPEAN COMMISSION. **Driving European recovery.** Communication for the Spring European Council. Brussels, v. 1, 4 Mar. 2009. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0114:FIN:EN:PDF>>.

\_\_\_\_\_. **Regulating financial services for sustainable growth.** Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the European Central Bank. Brussels, 2 June 2010a. Disponível em: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/general/com2010\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/com2010_en.pdf)>.

\_\_\_\_\_. **Possible further changes to the capital requirements directive.** Brussels, Feb. 2010b. (Commission Services Staff Working Document).

\_\_\_\_\_. **Regulating financial services for sustainable growth.** Brussels, Feb. 2011. (A progress report).

\_\_\_\_\_. **Alternative investments.** Brussels, [s.d.]. Disponível em: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/alternative\\_investments\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm)>.

FARHI, M. **Crise financeira e reformas da regulação e supervisão.** Brasília: Ipea, fev. 2011. (Texto para Discussão, n. 1.581).

FSA – FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. **The turner review:** a regulatory response to the global banking crises. London: FSA, 2009.

\_\_\_\_\_. **Who are we?** London: FSA, [s.d.]. Disponível em: <<http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/Who/index.shtml>>.

FSB – FINANCIAL STABILITY BOARD. **Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions.** Basileia: FSB, Oct. 2010a. Disponível em: <[http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_101111a.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101111a.pdf)>.

\_\_\_\_\_. **Principles for reducing reliance on CRA ratings.** Basileia: FSB, 27 Oct. 2010b. Disponível em: <[http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_101027.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101027.pdf)>.

\_\_\_\_\_. **Progress in the implementation of the G20 recommendations for strengthening financial stability.** Basileia: FSB; ECB, Abr. 2011. Disponível em: <[http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_110415a.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110415a.pdf)>.

FSB – FINANCIAL STABILITY BOARD; FMI – INTERNATIONAL MONETARY FUND; BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Macroprudential policy tools and frameworks:** update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors. FSB; FMI; BIS, 14 Feb. 2011. Disponível em: <[http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_1103.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_1103.pdf)>.

GRIFFITH-JONES, S.; HELLEINER, E.; WOODS, N. **The Financial Stability Board:** an effective four pillar of global economic governance? Waterloo: CIGI, June 2010. (Special Report). Disponível em: <[http://www.cigionline.org/sites/default/files/FSB%20special%20report\\_2.pdf](http://www.cigionline.org/sites/default/files/FSB%20special%20report_2.pdf)>.

GUTTMANN, R. **Basiléia II: uma nova estrutura par a regulação da atividade bancária global.** In: MENDONÇA, A. R. R.; ANDRADE, R. P. (Orgs.). **Regulação bancária e dinâmica financeira:** evolução e perspectivas a partir dos Acordos de Basileia. Campinas: UNICAMP, 2006.

\_\_\_\_\_. Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. **Revista Novos Estudos**, n. 82. nov. 2008

HELLEINER, E. **The Financial Stability Board and international standards.** Waterloo: CIGI, June 2010. (CIGI G20 Papers, n. 1). Disponível em: <[http://www.cigionline.org/sites/default/files/G20%20No%201\\_2.pdf](http://www.cigionline.org/sites/default/files/G20%20No%201_2.pdf)>.

HENNESSY, A. Redesigning financial supervision in the European Union. In: REMAKING GLOBALIZATION: **A workshop on the United States, the European Union, and the global politics of financial institutions after the crisis.** Philadelphia, 6 May 2011. (Working Paper).

HM REVENUE & CUSTOMS. Bank Levy. **Tax information and impact note,** London, 23 Mar. 2011. Disponível em: <<http://www.hmrc.gov.uk/budget2011/tiin6123.pdf>>.



HM TREASURY. **Reforming financial markets**. London: The Stationery Office, July 2009. Disponível em: <<http://www.official-documents.gov.uk/document/cm76/7667/7667.pdf>>.

\_\_\_\_\_. **A new approach to financial regulation**: consultation on reforming the consumer credit regime. London, Dec. 2010. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/consumer-issues/docs/n/10-1160-new-approach-consultation-reforming-consumer-credit.pdf>>.

\_\_\_\_\_. **A new approach to financial regulation**: the blueprint for reform. London, June 2011. Disponível em: <[http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult\\_finreg\\_new\\_approach\\_blueprint.pdf](http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult_finreg_new_approach_blueprint.pdf)>.

ICB – INDEPENDENT COMMISSION ON BANKING. **Interim report** – Consultation on Reform Options. London, Apr. 2011a. Disponível em: <<http://s3-eu-west-1.amazonaws.com/htcdn/Interim-Report-110411.pdf>>.

\_\_\_\_\_. **Final report** – Recommendations. London, Sept. 2011b. Disponível em: <<http://bankingcommission.s3.amazonaws.com/wp-content/uploads/2010/07/ICB-Final-Report.pdf>>.

KODRES, L.; NARAIAN, A. Redesigning the contours of the future financial system. **IMF Staff Position Note**. Washington, Aug. 2010.

KREGEL, J. O novo Acordo de Basileia pode ser bem sucedido naquilo em que o acordo original fracassou? *In*: MENDONÇA, A. R. R.; ANDRADE, R. P. (Org.). **Regulação bancária e dinâmica financeira**: evolução e perspectivas a partir dos acordos de Basileia. Campinas: UNICAMP, 2006.

\_\_\_\_\_. **US Financial Regulation**: the Dodd-Frank Wall Street reform and consumer protection act in current and historical perspective. (Mimeografado). 2011

MINSKY, H. **Can “it” happen again?** New York: M. E. Sharpe, 1982.

\_\_\_\_\_. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

OCAMPO, J. *et al.* (2010). **La gran recessión y el mundo em desarrollo**. *In*: CONFERENCE ON DEVELOPMENT COOPERATION IN TIMES OF CRISIS AND ON ACHIVING THE MDGs. Madrid, June 2010.

POLK, D. Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Enacted into Law on July, 2010. Disponível em: <<http://goo.gl/9cNVJ>>.

THE ECONOMIST. Os deuses contra-atacam: relatório especial sobre risco financeiro. **Carta Capital**, São Paulo, v. 15, n. 569, 31 mar. 2010.

\_\_\_\_\_. Amarrados, mas ainda indomados. **Carta Capital**, São Paulo, n. 647, 25 maio 2011.

THE DE LAROSIÈRE GROUP. **The high-level group on financial supervision in the EU**. Brussels, Feb. 2009. Relatório. Disponível em: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf)>. Acesso em: 25 Apr. 2011.

USA – UNITED STATES OF AMERICA. **Dodd-Frank wall street reform and consumer protection act, public law 111-203-july 21, 2010**. Washington, 2010. Disponível em: <<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/content-detail.html>>.

\_\_\_\_\_. **A new financial foundation: rebuilding financial**. [s.d]. Disponível em: <<http://www.treasury.gov/initiatives/wsr/Pages/wall-street-reform.aspx>>.

WAHL, P. **Fire fighting with buckets: a guide to European regulation of finance**. Berlin: World Economics, Environment & Development Association, 2010.

WELLINK, N. The new framework for banking supervision. **Remarks of Nout Wellink**. FSI High Level Meeting on The Emerging Framework to Strengthen Banking Regulation and Financial Stability for Africa. Cape Town, 27 Jan. 2011.

#### BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

BCBS – BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. **The Basel Committee's response to the financial crisis: report to the G20**. Bank for International Settlements, Basel, Oct. 2010.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Comunicado nº 020.615**. Brasília: BC 17 fev. 2011. <<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=111011733>>.

BRAGA, J. C. **Teoria econômica, dinâmica financeira e crise sistêmica** – Para além do horizonte dos acordos de Basileia. Brasília: Ipea, 2010. Relatório de Pesquisa I – Projeto arquitetura financeira internacional.

CINTRA, M. A. A reestruturação institucional do sistema financeiro americano (1980/95). **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 10, 1998.

DEOS, S. S. **Fragilidade e crise minskyanas numa economia financeirizada**. Brasília: Ipea, 2010. (Relatório de Pesquisa I – Projeto arquitetura financeira internacional).

HERMANN, J. Da liberalização à crise-financeira norte-americana: a morte anunciada chega ao paraíso. *In*: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. **Dossiê da Crise**. Rio Grande do Sul: AKB, 2008.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Germany**: technical note on crisis management arrangements. Washington, Dec. 2011. (IMF Country Report, n. 11/368)

KREGEL, J. No going back: why we cannot restore Glass-Steagall's segregation of banking and finance. **Public Policy Brief**, n. 107, 2010.

LOURENÇO, A. L. O pensamento de Hyman P. Minsky: alterações de percurso e atualidade. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 15, n. 3, dez. 2006.

SHEARMAN & STERLING. **The new basel III framework**: implications for banking organization. Londres: Client Publication, 2011. Disponível em: <<http://goo.gl/FzFXK>>.

THE GROUP OF THIRTY. **Financial reform**: a framework for financial stability. Washington, 2009.

USA – UNITED STATES OF AMERICA. Department of the Treasury. **Financial regulatory reform**: a new foundation. 89 p., 2009. Disponível em: <[http://www.treasury.gov/initiatives/wsr/Documents/FinalReport\\_web.pdf](http://www.treasury.gov/initiatives/wsr/Documents/FinalReport_web.pdf)>.

WELLINK, N. **Basel III and beyond**. Remarks of Nout Wellink. In: High Level MEETING ON BETTER SUPERVISION AND BETTER BANKING IN A POST-CRISIS ERA. Kuala Lumpur, 17 Jan. 2011.

WRAY, R. **A minskyan road to financial reform**. New York: The Levy Economic Institute of Bard College, 2011. (Working Paper, n. 655).

# Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

## EDITORIAL

### Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

### Supervisão

Everson da Silva Moura

Marco Aurélio Dias Pires

### Revisão

Andressa Vieira Bueno

Hebert Rocha de Jesus

Laetícia Jensen Eble

Luciana Dias

Mariana Carvalho

Olavo Mesquita de Carvalho

Reginaldo da Silva Domingos

Celma Tavares de Oliveira (estagiária)

Patrícia Firmina de Oliveira Figueiredo (estagiária)

### Editoração

Aline Rodrigues Lima

Andrey Tomimatsu

Danilo Leite de Macedo Tavares

Jeovah Herculano Szervinsk Junior

Daniella Silva Nogueira (estagiária)

Leonardo Hideki Higa (estagiário)

### Capa

Jeovah Herculano Szervinsk Junior

### Livraria

SBS – Quadra 1 – Bloco J – Ed. BNDES, Térreo

70076-900 – Brasília – DF

Tel.: (61) 3315 5336

Correio eletrônico: [livraria@ipea.gov.br](mailto:livraria@ipea.gov.br)



---

Composto em Adobe Garamond Pro 11/13,2 (texto)  
Frutiger 67 Bold Condensed (títulos, gráficos e tabelas)  
Impresso em Offset 90g/m<sup>2</sup>  
Cartão Supremo 250g/m<sup>2</sup> (capa)  
Brasília-DF

---

## Missão do Ipea

Produzir, articular e disseminar conhecimento para aperfeiçoar as políticas públicas e contribuir para o planejamento do desenvolvimento brasileiro.

